



Universidad Autónoma de Madrid

**Tesis Doctoral del Departamento de  
Financiación e Investigación Doctoral**

**Universidad Autónoma de Madrid**

# **LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y EL ANALÍISIS DE SU SITUACIÓN ACTUAL EN CHINA**

**Presentada por: D. Haoy Shen**

**Director de tesis: Prof. Dr. Prosper Lamothe Fernández**

**CoDirector de tesis: Prof. Dr. D<sup>a</sup>. Sofía Ruiz Campo**

**Madrid, Octubre 2013**



## **AGRADECIMIENTOS**

En el proceso de desarrollar esta tesis doctoral, he recibido muchas ayudas de mis profesores, amigos y familiares. Sin su apoyo no habría sido posible terminar este trabajo. Por eso, me gustaría expresar mi más profundo y sincero agradecimiento a todas estas personas: ¡mil gracias a todos!

Quiero expresar mi especial agradecimiento a dos estimados profesores: el director Dr. Prosper Lamothe Fernández y la codirectora Dra. Sofía Ruiz Campo. Gracias a su valiosa experiencia, sabias orientaciones y supervisiones, pude continuar y terminar esta tesis.

También me gustaría agradecer al estimado profesor Dr. Manuel Monjas Barroso, quien me admitió como estudiante de doctorado y me dio la oportunidad de estudiar en una excelente universidad con un futuro prometedor. Tengo que dar gracias a los docentes que me han acompañado durante el largo camino, brindándome siempre su orientación, con profesionalidad ética en la adquisición de conocimientos y afianzando mi formación como estudiante doctoral.

Como un estudiante extranjero, encontré muchas dificultades de idioma en la redacción de esta tesis. En este caso, mi amigo español Francisco Javier Rodríguez Merino, me prestó mucho apoyo, con generosidad en la corrección gramatical. A él, le debo una gratitud perenne.

Finalmente, debo agradecer de manera especial y sincera, a toda mi familia por tanto apoyo, ánimo, comprensión y paciencia como me han dado.

A todos ustedes, mil gracias...

Haoyu Shen  
Madrid, octubre de 2013



# Índice

## Introducción

### 1. Las finanzas empresariales

- 1.1 La relación entre finanzas y empresas.....6
- 1.2 Definición y contenido de finanzas empresariales.....10
- 1.3 Objetivo y principio de finanzas empresariales.....21
  - 1.3.1 El objetivo financiero de la empresa.....21
  - 1.3.2 Los principios de finanzas empresariales.....24

### 2. La importancia de la financiación en la empresa

- 2.1 Conceptos sobre financiación, captación de capitales  
e inversión.....27
- 2.2 La relación entre financiación y inversión.....34
- 2.3 Dos ideas básicas sobre la financiación  
empresarial: valor y riesgo.....36

### 3. La política de la financiación empresarial

- 3.1 Concepto de política de la financiación empresarial..39
- 3.2 Las dos políticas típicas en le mundo.....40
  - 3.2.1Análisis sobre mecanismos de composición  
de las dos políticas de financiación.....40
- 3.3 La influencia de la política sobre el

desarrollo económico y empresarial de China.....	45
3.3.1 El significado de la política de financiación en la economía china.....	45
3.3.2 La contradicción entre la política y el desarrollo económico chino.....	47
3.3.3 Restricción de la política sobre la estructura de financiación empresarial.....	53
3.3.4 La propuesta de reforma de la política financiera para optimizar la estructura de la financaición empresarial.....	54
3.4 La tendencia de desarrollo de la política.....	56
3.4.1 El desarrollo de la financiación de las PYMES....	57
3.4.2 La posible orientación de la reforma de la política de financiación empresarial en China.....	59
4. Las modalidades y las estructuras de financiación empresarial	
4.1 El concepto y las modalidades de financiación.....	67
4.2 Financiación interna.....	71
4.3 Financiación externa.....	80
4.3.1. Financiación externa con emisión de acción.....	100
4.3.2. Financiación externa por emisión de deuda.....	87
4.3.2.1 Emisión de obligaciones.....	88
4.3.2.2 Préstamos y créditos.....	110

4.3.2.3 Leasing.....	95
4.3.2.4 Renting.....	98
4.3.3 Créditos a corto plazo.....	100
4.3.3.1 Descuento comercial.....	101
4.3.2.2. Factoring.....	102
4.3.2.3 Otros medios nuevos.....	103
4.4 El concepto y las formas de manifestación sobre la estructura de financiación.....	105
4.4.1 Las principales teorías sobre la estructura de capital.....	109
4.4.2 Desarrollo de las teorías basadas en mercados de capitales perfectos e imperfectos.....	113
4.4.3 Desarrollo de las teorías basadas en mercados de capitales imperfectos.....	147
4.4.4 Los costes de dificultades financieras.....	124
4.4.5 El núcleo de la investigación sobre la estructura de financiación.....	125
4.5 Análisis sobre las modalidades existentes en China..	128
4.5.1 El ambiente de la financiación china.....	128
4.5.2 Las modalidades de financiación china.....	131
4.5.2.1 La financiación directa en China.....	132
4.5.2.2 La financiación indirecta en China.....	137

## 5. El coste de financiación

5.1 Reseña sobre el coste de financiación.....	142
5.2 Los factores determinantes del coste de financiación.....	143
5.3 El coste de capital y el coste de oportunidad.....	146
5.4 El coste de financiación a corto plazo y su cálculo.....	148
5.5 El coste del capital y su cálculo.....	153
5.6 Cálculo del coste medio ponderado del capital.....	159
5.7 El coste de la financiación empresarial en China.....	160
5.7.1. La situación actual de la financiación empresarial en China.....	160
5.7.2. Las preferencias de las empresas chinas al financiarse: PYMES y cotizadas.....	162
5.7.3. Cálculo del capital del financiación.....	171
5.7.4. Cálculo del coste de la financiación con deuda.....	171
5.7.5. Cálculo del coste de la financiación con acciones.....	172
5.7.6. Cálculo de coste total de financiación.....	173
5.7.7. Los procesos técnicos en el cálculo real del coste total de la financiación.....	174



## 6. El riesgo de financiación

6.1 El concepto y los tipos de riesgo de financiación.....	178
6.2 Las modalidades de financiación y las causas de la financiación. ....	180
6.2.1. El riesgo de la financiación con acciones.....	180
6.2.2. Los riesgos de financiación con deudas.....	180
6.2.3. El riesgo de la gestión empresarial.....	183
6.3. Factores que afectan al riesgo de financiación.....	185
6.3.1 Factores que afectan al riesgo de pago.....	185
6.3.2 Los factores que afectan al riesgo de apalancamiento financiero.....	187
6.3.3 Los factores que afectan al riesgo de financiación...	188
6.3.4 La influencia de la estructura del capital sobre el riesgo de financiación.....	189
6.3.4.1 La estructura de capital.....	191
6.4. Métodos para evitar los riesgos financieros de las empresas.....	192
6.5. Los riesgos de financiación de las empresas chinas.....	197

## 7. La decisión de financiación

7.1 El análisis completo de efectos de financiación.....	205
7.1.1 La estructura financiera óptima.....	205
7.1.2 La curva de indiferencia de costes y riesgos...	206

7.2	Los objetivos, principios y procedimientos de decisión de financiación.....	208
7.2.1	El concepto y los objetivos de decisión de financiación.....	208
7.2.2	Los principios de decisiones de financiación de empresas.....	209
7.2.3	El proceso de decisión de financiación empresarial.....	212
7.3	Previsión de la cantidad necesaria de capital.....	214
7.3.1	Previsión de la necesidad de capital gestionado.....	214
7.3.1.1	Los métodos comunes de previsión de volumen necesario de capital de trabajo.....	214
7.3.2.	El pronóstico de necesidad de capitales para proyectos de inversión.....	223
7.3.2.1	El pronóstico de capitales necesarios de los activos físicos a largo plazo.....	223
7.3.2.2	La previsión de capitales necesarios para la inversión en activos intangibles.....	225

7.3.2.3	La previsión de capitales necesarios de fondos de trabajo.....	225
7.4	los métodos y las bases de decisiones de financiación..	226
7.4.1.	Las bases de decisión de financiación.....	226
7.4.2.	El método para la toma de decisiones de financiación.....	228
7.5.	Los problemas en la toma de decisiones sobre financiación en china.....	234
7.6.	Las medidas para optimizar la decisión de financiación.....	236
8	Conclusiones y futuras líneas de investigación	
8.1	Conclusiones.....	238
8.2	Algunas cuestiones sobre la optimización y la innovación: propuestas y futuras líneas de investigación.....	240



# Introducción

Para un país, la formación de capitales es el núcleo del desarrollo económico. En cierto sentido, este es el factor decisivo de la reproducción social ampliada. La financiación es, además, el conjunto de formación y distribución de capitales. Desde el punto de vista de la macroeconomía, la financiación sustenta el desarrollo continuado de la economía nacional. Desde el punto de vista de microeconomía, la financiación puede promover la utilización de los capitales ociosos. Al mismo tiempo, la financiación es la base indispensable para la creación de una empresa, o para la iniciación de un negocio. Ya que a lo largo de la vida de las empresas, se pueden conseguir las fuerzas motrices y las fuentes para avanzar.

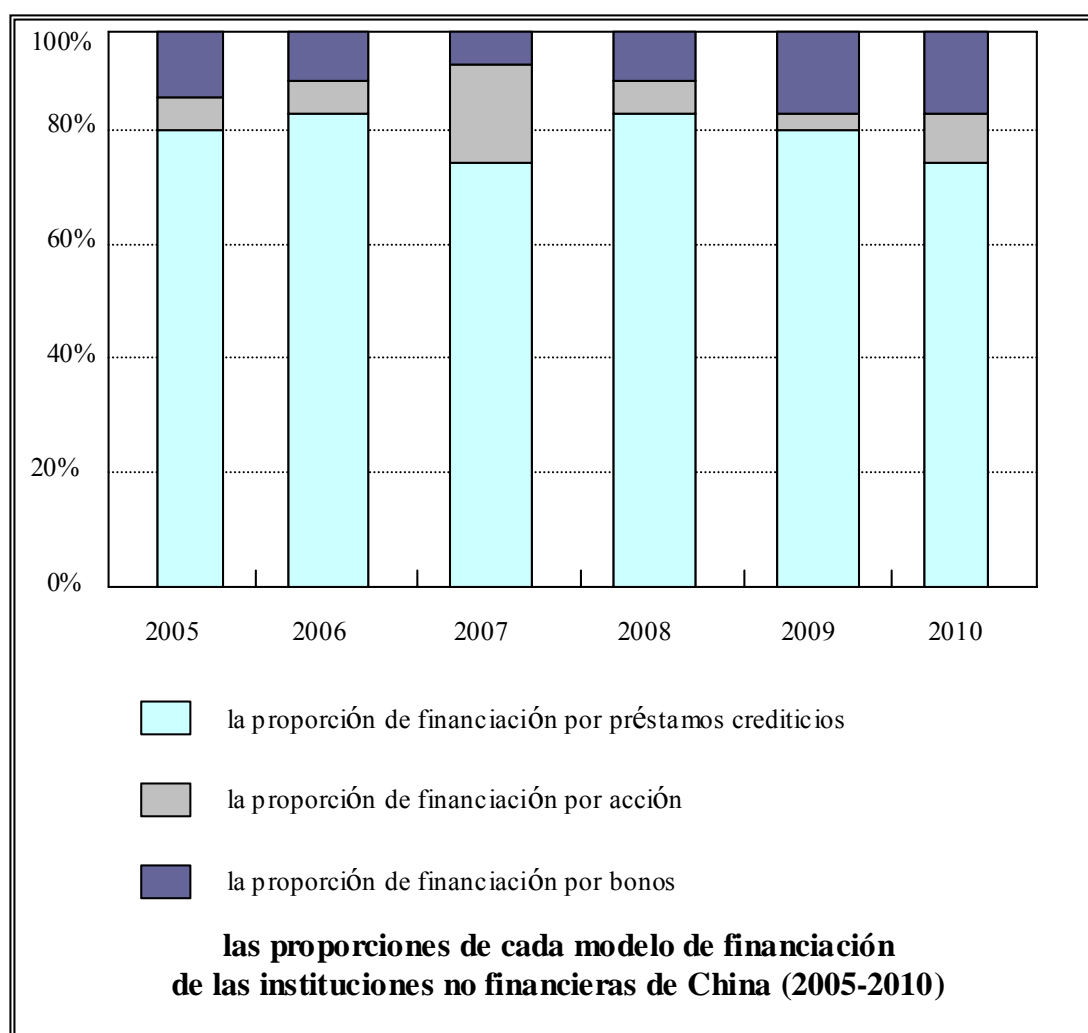
Se puede decir que las finanzas son un tipo de servicio social que se aplica a la producción. Las empresas, como componentes básicos de la producción, desempeñan un papel principal en las actividades financieras. Para las teorías financieras, el comportamiento financiero de las empresas siempre ha sido un enfoque a investigar. En general, las actividades financieras en una empresa son de dos tipos: de inversión y de financiación. Para la empresa, la inversión es generalmente un medio para ampliar la producción y obtener mayor beneficio. Pero, los capitales que se utilizan en la inversión deben ser captados por medio de la financiación. Por eso, la financiación es la base de la inversión, y aún más, es la premisa para la reproducción social ampliada. En una sociedad, sin financiación, no puede haber desarrollo económico ni avance social.

Actualmente, en las economías de los países, existen diferentes políticas de financiación y diversas modalidades de financiación. Con buenas políticas y adecuadas modalidades, se puede promover el funcionamiento razonable de la economía. Por el contrario, su falta puede resultar un mal efecto e incluso dar lugar a una crisis económica. De hecho, una causa importante de la crisis financiera en el sureste asiático de 1997 fue precisamente la política incompleta de financiación, en la que las empresas dependían demasiado de la financiación indirecta a través de los bancos. Así, los bancos disponían de muchos préstamos sin solvencia, lo que provocó una situación que redujo la capacidad de resistencia frente a los riesgos del mercado financiero. Con el empeoramiento de la crisis, los riesgos del mercado de divisas y del mercado bursátil incrementaron, lo que impidió al sistema bancario hacer frente a estos riesgos. De ahí, se produjo la devaluación de la moneda y muchos bancos se paralizaron hasta llegar a la quiebra. Para paliar los efectos de aquella crisis, se reformó la política de financiación propiciando el aumento del volumen de financiación directa, especialmente el volumen de financiación con obligaciones. Para cualquiera empresa que haga una elección correcta de modalidad de financiación y una estructura favorable de financiación, puede reducir el coste y aumentar la eficiencia de utilización de capitales. Al mismo tiempo, la decisión de financiación empresarial, en cierto sentido, decide la vida de una empresa y así, las decisiones

acertadas, que se han hecho en el momento oportuno para un volumen razonable con coste reducido y un riesgo adecuado, van a conducir las empresas hacia una orientación próspera y viceversa.

Desde la reforma y la apertura de China, la política de financiación de las empresas ha pasado de una política de financiación estatal a otro nuevo de mercado. Éste ha supuesto hacer una reforma muy profunda de los métodos y las modalidades de financiación preexistentes. En la época de cambio del modelo económico, la política adecuada de financiación que promueve la transformación de ahorro en capitales puede acelerar la velocidad de crecimiento económico en China. Pero para el sector financiero, la reforma y el desarrollo progresan más lentamente. Aunque tanto los expertos académicos como los dirigentes financieros están de acuerdo en aceptar que

**Gráfico 0.1: Las proporciones de cada modelo de financiación de las instituciones no financieras de China (2005-2010)**



Fuente: “La información de Guotai Juna securities” 2011.

el desarrollo del mercado de capitales y el aumento de la proporción de financiación directa en el volumen total de financiación social son la dirección correcta para lograr el desarrollo, es muy difícil construir un mercado financiero ordenado en la actualidad en China. Como consecuencia de ello, el mercado financiero de China se desarrolla desequilibradamente. Actualmente de la economía china, el mercado de capitales está un poco atrasado y la proporción de financiación directa es baja. En el año 2010, la relación de proporcionalidad entre la financiación directa y la financiación indirecta en China era aproximadamente de 1:3. Es decir, la proporción de financiación directa se aumentaba al 25% más o menos, sobrepasando el 21.3% del año 2007 y batiendo el récord de los años recientes. Pero este nivel es todavía menor que el 27% del año 2000 (ver el gráfico 0.1).

Esta situación era contradictoria con la política de financiación. Según los datos estadísticos, en la actualidad, los activos financieros que están dominados por las personas físicas en China son aproximadamente 11 billón Yuanes (1.1 billón EURO). De estos activos, el 71.97% son ahorro, el 5.8% son obligaciones nacionales y el 7.7% son acciones. A finales del año 2010, el volumen total de ahorro en manos de la población era de 20 billones Yuanes (2 billón EURO). Estas enormes cantidades de ahorros significan gran cantidad de capitales potenciales. Para las empresas chinas, las actividades de financiación, en el presente, suponen un componente muy importante dentro de sus operaciones diarias, aunque la materialización de la financiación empresarial no sea razonable.

La falta de razón se manifiestan principalmente por dos fenómenos: la dependencia extrema de la banca y el exceso de énfasis en la acción, menospreciando el uso de la obligación en la financiación directa.

En la actualidad, el sistema de financiación en China está todavía dominado por los bancos. En comparación con la financiación indirecta, la cuantía de la financiación directa es aún pequeña. Al finales de 2012, los activos totales de las instituciones financieras de banca llegaron a 131,27 billones Yuanes. Entre estos activos, los grandes bancos comerciales contaron con una parte de 57,9 billones de Yuanes. Sin embargo, la capitalización total de mercado de la bolsa china fue sólo 23,39 billones de Yuanes y el valor total de los activos netos de fondos de inversión de valores fue 2,76 billones de Yuanes. Al mismo tiempo, la cuantía de saldo de los bonos corporativos pendientes fue más pequeña, con sólo 1,3 billones de Yuanes.

Según los datos del banco central de China, del año 2009 al año 2011, los volúmenes anuales de financiación por medio del mercado de capitales en China eran respectivamente 478,4 mil millones de Yuanes, 1069,1 mil millones de Yuanes y 796,3 mil millones de Yuanes. Frente a estos volúmenes, los valores del financiación por obligaciones eran respectivamente 63,8 mil millones de Yuanes, 60,3 mil millones de Yuanes y 117,2 mil millones de Yuanes lo que representaban el 13 %, el 6% y el 15% de los volúmenes anuales de financiación. En las sociedades cotizadas, la

proporción de financiación por obligaciones es muy inferior a la proporción de financiación por acciones, por lo que la estructura de financiación está muy desequilibrada. Para cambiar esta situación, en los últimos años, la Comisión Reguladora del Mercado de Valores de China (CRMV) ha puesto en marcha diversas iniciativas, tomando el desarrollo vigoroso del mercado de obligación como trabajo principal para promover aún más la reforma de regulación de emisión de obligaciones y un aumento significativo en la cuantía de financiación por obligaciones.

Con la situación actual de financiación en China, los problemas reales y urgentes son cómo encuentran una política razonable de financiación para utilizar los capitales potenciales y cómo las empresas ejercen la financiación correctamente para mantener la capacidad de liquidez y aumentar la eficiencia de utilización de capitales.

Por eso, el propósito de este trabajo es contribuir a investigar teóricamente y empíricamente, la financiación en la empresa para poner de manifiesto, desde el punto de vista macroeconómico, la influencia de las políticas de financiación empresarial sobre el desarrollo económico y empresarial. Al mismo tiempo, pretendemos discutir sobre el rumbo de desarrollo de la política china de financiación empresarial.

Los métodos de investigación de esta tesis son el análisis teórico de la historia, la situación actual y la sugerencia de la optimización del desarrollo de financiación en el futuro. Acerca de la administración concreta de la financiación empresarial, este trabajo procura poner el énfasis en las siguientes partes de teorías relacionadas: coste de financiación, estructura financiera, modalidad de financiación, riesgo financiero y decisión financiera. En estas partes de la tesis, se toma la Ley de Circulación de Capitales como eje, prestando mucha atención a la solvencia, la liquidez y la rentabilidad de los capitales. En el contexto de la tesis, sobre la base de análisis de coste financiero y de riesgo financiero, se destacan la selección de modalidad de financiación y la precisión del volumen de financiación para deducir un fundamento de decisión de financiación empresarial.

Todo esto que acabamos de comentar nos hace ser conscientes de la importancia del tema y la investigación de ello explica el enorme interés que han alcanzado, tanto en el ámbito académico como en el campo empresarial. Durante los últimos años ha habido un gran número de trabajos e investigaciones sobre la financiación empresarial. Pero la mayoría de estos trabajos se centran en los procesos concretos de financiación empresarial, especialmente en China, también ha habido numerosas investigaciones sobre la financiación empresarial. En ellas, se presta especial atención a la modalidad de financiación y poca al ámbito general de la financiación empresarial que incluyen tanto la política exterior de financiación de una empresa como el sistema interior de financiación dentro de la empresa. Frente a la escasez de trabajos actuales sobre el ámbito general de la financiación empresarial, he observado que con este trabajo, se nos presenta una oportunidad de poder investigar la financiación empresarial completa y profundamente.



A lo largo de este trabajo, intentaré construir un marco general de la administración de financiación empresarial por medio de la investigación de la correlación existente entre la política nacional de financiación y los distintos métodos de financiación. Esto está llegando al hecho de que actualmente, la política china de finanzas está inmersa en un proceso de innovación y de desarrollo con el objeto de corregir aquellas partes que en la política y los escenarios de financiación sean susceptibles de introducir mejoras. Por ejemplo, en China, se ha construido con gran éxito un mercado de capitales. De acuerdo con los datos de La Comisión Reguladora del Mercado de Valores de China (CRMV), al final del año 2012, el mercado bursátil de China superó al de Japón ocupando el segundo puesto del mundo en materia de capitalización. Las cantidades totales de las empresas cotizadas en el mercado continuo (“Main Board Market”) de China, el Mercado Alternativo Bursátil de China (“Small and Medium-Scale Enterprises stock market”) y el Mercado para empresas de alto crecimiento de China (“Growth Enterprise Market”) alcanzaron respectivamente alrededor de 1400, 700 y 350 de empresas. Además, en China también hay el Mercado extrabursátil (OTC) en el que se cotizan a próximamente 1000 empresas. Al mismo tiempo, China ha establecido inicialmente un mercado de valores de multi-especies y multi-niveles. Entre ellos, el mercado de obligaciones, especialmente la obligación corporativa se ha desarrollado con gran rapidez. De acuerdo con las estadísticas del Banco Central de China, durante los catorce años, de 1997 a 2011, el balance del mercado de obligaciones en China había aumentado de 478,1 mil millones de Yuanes a 22,1 billones de Yuanes, un aumento de casi 45 veces. No sólo la escala del mercado de obligaciones y su cuantía de financiación, sino también el tamaño de la negociación en el mercado secundario, se han estado expandiendo cada vez más y la función del mercado se ha ido elevando cada día más.

En la actualidad, las empresas cuentan con canales de financiación que les presentan más opciones que en el pasado, aunque todavía hace falta abordar cuestiones como: ¿Cómo se regulan las políticas de financiación empresarial? y ¿cómo se selecciona la estrategia adecuada de financiación de empresa entre todas las posibles? Estos son dos preguntas actuales y urgentes para China. Para mantener el desarrollo sostenible de la economía china, la política adecuada y las medidas flexibles y eficientes de financiación son imprescindibles. A través de mi investigación, querría proponer algunas opiniones sobre la construcción de la financiación óptima en la actualidad china.

# **CAPÍTULO 1: Las finanzas empresariales**

## **1.1 La relación entre finanzas y empresas**

Una empresa que nace para hacer frente a una demanda insatisfecha es el componente básico de la economía social. La condición necesaria para la creación y el mantenimiento de una empresa reside en la existencia de una demanda de un bien o servicio insatisfecha. El empresario, una vez que ha detectado este hecho, puede que intente cubrir la citada demanda. Para satisfacer esa demanda se necesitan hacer inversiones en bienes de equipo, naves industriales, activo circulante, etc. Estos elementos productivos se reflejarán en su futuro activo. Asimismo, la adquisición de los anteriores elementos requiere de ciertos recursos financieros que se recogerán en su pasivo empresarial. Desde el punto de vista de su fenomenología económico& financiera, la empresa se define como el conjunto de inversiones realizadas con beneficios esperados superiores al coste medio ponderado de los recursos financieros utilizados para su financiación. En el descubrimiento de oportunidades de inversión, cuya rentabilidad media esperada supere al coste de capital utilizado para su financiación, radica la esencia de la función empresarial. En este sentido, la empresa es, en palabras del Brealey, R. (1980)<sup>1</sup>, una inversión agregada y organizada; agregada, porque la empresa puede, temporalmente, dejar varios proyectos de inversión en marcha; y organizada, porque este conjunto de inversión no es un siempre una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Para que la empresa pueda sobrevivir y, en su caso, crecer, se necesita un plan racional completo elaborado que contenga tipo de retorno o tipo de rendimiento interno de las actividades productivas.

El objetivo de la empresa, generalmente, es la creación del máximo de valor con el mínimo de inversión. Este objetivo se consigue por medio de algunas actividades empresariales como producción, inversión, financiación, compras, ventas, etc. De todas estas actividades, la inversión es la más importante. Ella es el punto de partida y la premisa para alcanzar el objeto empresarial, ya que sin la inversión, la creación, la expansión y la gestión de una empresa no se pueden llevar a cabo. Pero a su vez, dicha inversión no pueden producirse si no se disponen de recursos financieros. Como es sabido, la inversión es la aportación de capitales y para su captación, la empresa tiene que recurrir a la otra actividad: la financiación. En este sentido, la financiación es la base para el logro del objetivo empresarial. La inversión y su financiación son los contenidos principales de la actividad financiera en una empresa y también son partes importantes de las finanzas. Estas dos partes fundamentales del balance determinan el contenido de la moderna función financiera.

---

<sup>1</sup> "Principles of Corporate Finance" Brealey, R. A.; Myers, S.C.y Allen, F.

Las finanzas, tradicionalmente, son una de las partes de la economía que estudia los aspectos y características específicas relacionadas con la inversión empresarial y el uso de los recursos financieros. Su función es, esencialmente, la aportación de servicios para la circulación de capitales de las empresas. Desde el punto de vista histórico, las finanzas son el fruto del desarrollo continuado de las actividades empresariales. Por eso, las finanzas no pueden existir sin las empresas, ya que, ellas toman la actividad empresarial como razón de su existencia, por lo que su naturaleza se desarrolla entre las actividades empresariales para influir o ser decisivas en la gestión de las empresas.

Para una empresa, las finanzas, concretamente, se ocupan de la forma de seleccionar los fondos necesarios para la actividad (orígenes o fuentes de fondos, que dan lugar a la financiación), y de la forma de utilizarlos (aplicaciones o empleos de fondos, que constituyen la inversión); en consecuencia, nos enseñan cómo optimizar la forma de financiarse y de invertir. El origen de los fondos puestos a disposición de la organización es el pasivo, la financiación: por su estructura conoceremos de qué fondos disponemos a corto plazo (son deudas que hay que devolver pronto) y cuáles van a permanecer más tiempo en la institución (por ser deudas a largo plazo o por ser fondos aportados por los propietarios). La aplicación del conjunto de los fondos, dónde se han empleado, es el activo, la inversión: por su composición sabremos los tipos de activos con los que contamos, desde los edificios e instalaciones hasta el dinero que tenemos en caja. En base a esto, las finanzas tratarán de buscar la combinación idónea de fuentes de financiación, así como el mejor conjunto posible de inversiones, para alcanzar los objetivos de la organización.

Desde el punto de vista financiero, se puede considerar a la empresa como una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Esta consideración implica que la función financiera tendrá un doble aspecto. Por una parte, debe tratar de gestionar la estructura económica, mientras que por otra, no puede olvidarse de la financiera. Esto ha sido plenamente reconocido por los teóricos actuales, es relativamente reciente, llevando a Weston y Brigham (2003)<sup>2</sup> a distinguir entre lo que ya puede denominarse etapa tradicional de la función financiera, frente a la etapa moderna, y ambas referidas a la empresa industrial, por cuanto que fue el desarrollo industrial el que posibilitó el nacimiento de los contenidos fundamentales de la función financiera.

Llegado a este punto, se plantean tres cuestiones:

- a) ¿Cuál debe ser la dimensión de la empresa y cuál es su ritmo de crecimiento?
- b) ¿Qué tipo de activos deben adquirirse?
- c) ¿Cuál debe ser la composición del pasivo?

---

<sup>2</sup> Weston, J. F. y Brigham, E. F. (2003). Fundamentos de administración financiera. 10 ed. México:McGraw-Hill.

Nótese como la primera cuestión está muy vinculada al objetivo de la función financiera, la segunda resume el principal problema de la estructura económica, mientras que la última lo hace con el de la estructura financiera (o estructura de financiación).

Dicho de una manera general, la función financiera surge con la orientación de dar respuesta a los problemas económicos más inmediatos de la compañía: captar los fondos necesarios para el funcionamiento de la empresa; controlar su uso; rendir cuentas ante los propietarios y el Estado y gestionar la tesorería.

En consecuencia, los campos que suelen asignarse a la función financiera y que en la actualidad conservan toda su vigencia son las siguientes:

1. Perfilar qué dimensión ha de tener la compañía y cuál ha de ser su crecimiento.
2. Determinar en qué activos debe invertir sus fondos.
3. Formular cuál ha de ser la composición de su financiación.

Estos tres aspectos, que incorporan de una forma u otra casi toda la problemática de la empresa, están íntimamente relacionados entre sí. La dimensión actual y futura vendrá condicionada por las alternativas de inversión disponibles, así como por las características tales como coste, plazo y riesgo de la financiación. También es cierto que las condiciones en que la empresa pueda financiarse dependerán del tipo de inversiones con las que cuenta. Además, la formulación de la composición apropiada de la financiación exige definir una política de dividendos que permita retribuir a los accionistas de acuerdo con sus expectativas y, a la vez, retener en la empresa los fondos necesarios para financiar equilibradamente el crecimiento.

La empresa, como una de las distintas formas que constituyen la economía social, es una organización económica que efectúa la producción y la gestión de mercancías y presta los servicios tomando el lucro como objeto. Para cumplir la función empresarial, una empresa tiene que contar con ciertas condiciones materiales como el lugar gestionado, las instalaciones, y los capitales que se necesitan para desarrollar las actividades a gestionar. Todas estas condiciones se aportan por los inversores. Es decir, para gestionar una empresa, se tienen que captar capitales en una cuantía establecida por la ley y en consonancia a la naturaleza de la gestión empresarial. Con el desarrollo y la expansión de las actividades de producción y gestión, la empresa tiene que complementar los capitales productivos y de gestión a través de inversiones añadidas. Generalmente, los capitales empresariales se alimentan de dos fuentes: 1. los capitales invertidos por inversores, es decir, activos. 2. los capitales invertidos por acreedores, es decir, pasivos. Tanto activos como pasivos, en la economía moderna de mercado, se consiguen por la empresa a través del mercado financiero en forma de créditos. Por eso, la relación entre empresas y finanzas se concreta, en el presente, por las actividades que gestionan las empresas y por el mercado financiero. Generalmente, la

relación entre finanzas y empresas se muestra justamente por la correlación entre la gestión empresarial y el mercado financiero. La correlación tiene los siguientes aspectos concretos:

1. El mercado financiero es el lugar donde las empresas buscan la financiación.

Para establecer una empresa, se necesita captar un mínimo de capital que se adecue a la naturaleza de la empresa. Este capital debe ser invertido por los fundadores. Pero no es suficiente depender solamente de estos capitales para desarrollar la gestión empresarial, sino que la empresa debe acudir a la financiación externa, por ejemplo, pidiendo préstamos. Con el continuo aumento del tamaño de la empresa, se debe completar los capitales necesarios con la gestión. Por eso, la actividad de financiación empresarial se origina en el proceso de gestión empresarial y, a la vez, es una parte importante de la gestión. Bajo las condiciones de economía de mercado, la financiación empresarial se realiza generalmente a través de los mercados financieros. Por ejemplo, la captación del capital social se realiza por medio de la emisión de acciones en el mercado bursátil; para pedir préstamos, una empresa puede emitir obligaciones en el mercado de obligaciones, o puede vender deuda a los intermediarios a través del mercado financiero indirecto, o emitir letras mercantiles en el mercado de letras. De ahí que los mercados financieros no se puedan separar de la empresa, ya que es en ellos donde la empresa consigue su financiación.

2. El mercado financiero es el lugar donde las empresas realizan la inversión.

En el proceso de gestión empresarial, pueden aparecer capitales ociosos. Para aumentar la eficiencia en la utilización de los capitales, es necesario invertir estos capitales en el mercado de valores. Para la expansión de gestión, a veces, se debe invertir algunos capitales en otras empresas. Por eso, la inversión financiera es un tipo de actividad que la empresa debe realizar con frecuencia, y también es una parte importante de la gestión empresarial. Aunque las modalidades de inversión sean diferentes, todas las inversiones empresariales se realizan en el mercado financiero.

3. El mercado financiero es el lugar en el que se intercambian los capitales a largo y a corto plazo.

Cuando se necesitan capitales en efectivo, la empresa puede cambiar los capitales a medio o a largo plazo en forma de acciones u obligaciones por capitales a corto plazo en el mercado financiero. Cuando hay capitales ociosos a largo plazo, la empresa puede convertirlos en acciones u obligaciones en el mercado financiero.

4. El mercado financiero suministra información útil a la empresa para la toma de buenas decisiones financieras durante los procesos de financiación y de inversión empresarial.

Hemos dicho antes que la financiación y la inversión son componentes importantes de la gestión empresarial. Para que la financiación y la inversión alcancen el efecto previsto, deben operar sobre tomas de decisiones razonables basadas en los datos que aportan los mercados sobre tipos de interés y la situación de los mercados financieros.

## **1.2 Definición y contenido de finanzas empresariales**

Las finanzas empresariales nacen a principios del siglo XX, en Estados Unidos, impulsadas por el desarrollo económico del país, lo que llevó a las empresas a interesarse por la forma de conseguir fondos para sus inversiones y, en general, para crecer. A principio del siglo XX, tuvieron lugar muchas fusiones y concentraciones de empresas. Las nuevas empresas resultantes lanzaron al mercado una gran cantidad de acciones y obligaciones, lo que originó un cierto interés por el estudio de los mercados de capitales y en general, por los problemas financieros de las empresas.

El estudio de las finanzas empresariales también comenzó a principios del siglo XX con la aparición de las finanzas empresariales, ya que hasta entonces los problemas financieros de la empresa se venían estudiando dentro de los problemas económicos. En el período inicial, los trabajos académicos sobre administración de empresas y, dentro de este campo, sobre finanzas, comenzaron a desarrollarse con fuerza, dando lugar a una disciplina que se suelen denominar “gestión, administración o dirección financiera”, y que algunos prefieren denominar finanzas corporativas.

Con anterioridad, la función financiera de la firma tenía como principal responsabilidad la búsqueda de los recursos financieros necesarios. Ésta ha sido la concepción tradicional de las finanzas empresariales y a esta idea responde la obra de Dewing, S<sup>3</sup>, publicada en 1920 con el título “The financial policy of corporations”. El estudio de las finanzas era meramente descriptivo e institucional. A esta concepción también responden las primeras ediciones de la obra de Gerstenberg Ch.

Sin duda, la obra clásica sobre finanzas de Dewing, S (1920) fue un importante impulso en este desarrollo académico, hasta el punto de ser una referencia obligada durante décadas. En su obra, Dewing integró la gestión empresarial con las finanzas y analizó, por primera vez, los fenómenos empresariales con la visión financiera. Dicho autor estudiaba los hechos que dieron origen a las reorganizaciones que desembocaron

---

<sup>3</sup> Stone Dewing (1920, 1930) constituye una visión clásica de la Dirección Financiera de la Empresa basada en una metodología positiva, descriptiva de la realidad, con excesivo énfasis en aspectos externos, legales e institucionales, así como en procesos excepcionales de las organizaciones, como quiebras, fusiones, absorciones y consolidaciones.

en fusiones y concentraciones a principios de la década de 1900, y señalaba como una de las causas fundamentales del fracaso de ciertas empresas su inadecuada estructura financiera. Observaba el profesor Dewing cómo las firmas con muchas deudas en su estructura de capital tenían que hacer frente a unas cargas fijas por el concepto de intereses demasiados elevados, por lo que se hallaban en una posición más desfavorable que las firmas con menos deudas en su pasivo. También observaba que la política de dividendos influía en alto grado sobre la liquidez de la firma, hasta tal punto que el reparto de unos dividendos excesivos podía poner en peligro la propia supervivencia de la sociedad, sobre todo si ésta se hallaba ya muy endeudada. En estos relatos de Dewing se manifiesta claramente ya la preocupación por la búsqueda de una estructura financiera óptima y la práctica de una política de dividendos adecuada, dos temas centrales de la moderna administración financiera.

Pero la obra de Dewing tiene diferentes limitaciones desde la perspectiva de lo que hoy entendemos por finanzas. Partiendo de las opiniones de Solomon, O (1963) y Mao, V (1986), existen tres limitaciones en el planteamiento de Dewing. 1. No se ocupa con prioridad de la magnitud del capital que debe invertirse y de su distribución entre los diferentes activos. 2. No desarrolla explícitamente la relación entre estructura financiera y coste del capital. 3. No analiza adecuadamente el coste de los fondos propios, centrándose en el coste de los fondos ajenos. Después de Dewing, con el paso de los años, las aportaciones a la teoría de finanzas empresariales se han hecho frecuentes y casi continuas.

En los años treinta, la teoría financiera se había enfrentado con un problema clave: buscar la forma correcta de calcular el valor de una empresa y de cada una de sus actividades. Si este problema se solucionase de forma satisfactoria, se podría saber qué actuaciones aportan valor a la empresa y cuáles no. Este es el inicio del análisis financiero sobre la gestión empresarial. A finales de los años cincuenta es realmente cuando comienza el estudio analítico de las finanzas empresariales. Este tipo de estudio analiza cada actividad empresarial desde el punto de vista de consideración (o cálculo) financiera.

A finales de la década de los cincuenta comenzaron a reducirse los márgenes de rentabilidad en las industrias maduras. Paralelamente, fueron apareciendo industrias nuevas con elevados márgenes de rentabilidad tales como la electrónica, cuyas acciones alcanzaron altas cotizaciones en las bolsas de valores. La reducción de los márgenes de beneficio en la industria tradicional, a finales de 1950 y comienzos de 1960, motivaron los siguientes cambios en el campo de la financiación empresarial

- 1). La función del gerente financiero ya no se limita tan sólo a la obtención de recursos financieros, como venía ocurriendo con anterioridad, sino que se amplía a la asignación de los mismos. El decrecimiento de los márgenes de beneficio en la industria tradicional fuerza a que los gerentes financieros tengan que ocuparse también de la búsqueda de proyectos de inversión

rentables. Los estudios sobre el presupuesto del capital adquieren por esta fecha especial relevancia.

- 2). Los estudios sobre el presupuesto del capital han hecho surgir la necesidad de investigar acerca del coste de capital. Al aplicar el método del valor actual para seleccionar inversiones se necesitaba un tipo de actualización consistente no sometida al arbitrio de un mercado financiero altamente imperado.
- 3). Las investigaciones sobre el coste del capital han traído a un primer plano — el problema de la estructura financiera óptima, que ya había inquietado desde hacía bastante tiempo a los especialistas en financiación empresarial, pero que aún no había recibido una respuesta satisfactoria. Se trata de dos problemas: la estructura financiera óptima y el coste de capital. Los dos están estrechamente vinculados. El tipo de retorno requerida (o coste del capital) es distinta según la posición acerca de la estructura financiera que se adopte.
- 4). La disminución de los beneficios en la industria tradicional llevó a los gerentes financieros a preocuparse más, no sólo por la rentabilidad, sino también por la liquidez. El análisis financiero sufre en esta época un nuevo empuje. El análisis del fondo de rotación o estudio de la solvencia a largo plazo de la firma, el análisis del cash flow o tesorería y las investigaciones sobre la estructura financiera óptima y coste del capital, también experimentaron un importante avance.

Estos cambios mencionados complicaron las funciones financieras de las empresas y ampliaron la concepción tradicional de las finanzas empresariales. De ahí que el estudio de las finanzas empresariales tuviera nuevos contenidos para el análisis, más allá de lo descriptivo. Desde entonces, las finanzas empresariales entraron en una etapa nueva.

En el periodo entre principios de los cincuenta y mediados de los setenta, considerado como el periodo clave en el desarrollo de la teoría financiera, la pregunta “ ¿En qué consistía la función financiera en la empresa?” fue el enfoque de la teoría de finanzas empresariales. Solomon, E. (1963) dio diferentes alternativas; una de ellas la identifica casi exclusivamente con la captación de fondos. Otra visión, entiende que la política financiera, además de obtener fondos en óptimas condiciones, se debe identificar con el inteligente uso de tales fondos; de esta manera la gestión financiera tendrá que considerar todas las decisiones empresariales que afecten a la adquisición de activos. Estas opiniones de Solomon relacionan el análisis financiero en una empresa con las decisiones de gestión empresarial.

Solomon que es uno de los más claros representantes de la aproximación analítica al



estudio de las finanzas, considera que la moderna administración financiera debe proporcionar los instrumentos analíticos adecuados para dar respuesta a las tres cuestiones siguientes:

- 1 ¿Cuáles son los activos específicos que debe adquirir una empresa?
- 2 ¿Que volumen total de activos debe tener una empresa?
- 3 ¿Cómo financiar sus necesidades de capital?

Solomon, sigue diciendo que estas tres cuestiones están estrechamente ligadas. El volumen total de activos dependerá de las posibilidades específicas de inversión, así como de las posibilidades de financiación. Las facilidades para obtener recursos financieros dependerán a su vez de la cantidad y la calidad de los proyectos de inversión en que van a ser utilizados. Las tres cuestiones constituyen tres aspectos de un mismo problema fundamental, las cuales deben resolverse simultáneamente en la práctica. La posición tradicional ponía el énfasis sobre el pasivo del balance. Pero dicha posición ha dado paso a otra que considera las relaciones entre la rentabilidad de los activos y el coste de su financiación.

A la anterior concepción de Ezra Solomon sobre la moderna administración financiera, James C. T. Mao (1986) considera que se necesita un enfoque más amplio que también abarque la función de “planteamiento de la ganancia”. Al empleo de esta función, el dicho autor la llamaba programación lineal por metas u objetivos

Al tratar de delimitar la concepción moderna de las finanzas empresariales, los autores Anderson, Miller y Thompson(1977) consideran que el director financiero de una empresa debe estar en condiciones de responder a las siguientes preguntas: ¿cómo se deben usar los fondos? ¿qué tipo de rendimiento va a producir? ¿qué tipo de riesgo implícito lleva el uso de los fondos? Éstas son, por supuesto, cuestiones relativas al uso de los fondos. Pero el uso o utilización de los recursos financieros lleva simultáneamente la consideración implícita de las fuentes; las decisiones sobre la captación de capital no pueden ser hechas con independencia de sus posibles utilidades; y ambos conjuntos de decisiones deben relacionarse con el objetivo u objetivos de la empresa.

Estos mismos autores también consideran que la concepción tradicional de las finanzas empresariales adolecía de los siguientes defectos:

- 1) Contemplaba a la empresa “desde fuera” y no “por dentro”.
- 2) Se prestaba atención únicamente a las empresas que revestían la forma de sociedades anónimas, aunque ésta es la forma jurídica de empresa más usual.
- 3) La concepción tradicional de las finanzas empresariales insistía demasiado sobre cuestiones que eran infrecuentes durante la vida de la empresa tales como absorciones, fusiones, reorganizaciones, etc.
- 4) Se prestaba únicamente atención a la financiación a largo plazo. Pero lo que

ocurre es que se considera que los problemas financieros a corto plazo son también importantes.

- 5) Se ocupaba principalmente de las formas de financiación y de las instituciones financieras sin tener en cuenta los métodos analíticos que permiten adoptar decisiones racionales en el orden financiero.
- 6) No se prestaba atención al uso de los recursos financieros en el seno de la empresa, ni tampoco a los criterios de asignación utilizados.

Con la indicación de estos defectos, la definición del concepto moderno de finanzas empresariales tiene más posibilidades de completarse.

Todos estos esfuerzos de los autores anteriores vienen a describir un marco, cada vez más claro, sobre las finanzas empresariales. Las doctrinas de este marco son las más frecuentes de ver en la literatura sobre el tema. En cierto sentido, las finanzas empresariales son el resultado del desarrollo de las finanzas hacia la microeconomía y la práctica empresarial. En el contenido de finanzas empresariales, se muestra completamente la función de servicio de las finanzas sobre la producción.

Como hemos visto anteriormente, el estudio académico sobre las finanzas empresariales ha experimentado un proceso de desarrollo y de profundización. Con una base formada por el resumen de los resultados de las investigaciones de estos autores, aquí se da una definición general sobre las finanzas empresariales.

Las finanzas empresariales son parte importante de la gestión financiera y de la administración empresarial. Sobre la premisa de maximizar el beneficio de la empresa, muestran e influyen las actividades de gestión empresarial a través de la circulación de capitales. Las finanzas empresariales son de aquel ámbito de la microeconomía, que estudia los comportamientos concretos de la gestión empresarial relacionada con el proceso de circulación de capitales.

Las finanzas, generalmente, se relacionan con la circulación de capitales. Esta circulación se realiza en el mercado financiero desde los agentes con superávit hacia aquellos con déficit. Las empresas como un tipo de agente importante en el mercado financiero, desempeñan dos papeles en relación con los capitales en el mercado. Uno es como demandante y otro es como proveedor. Por eso, las actividades financieras en una empresa son generalmente la financiación y la inversión, que coincide con la tarea principal de las finanzas empresariales. Es decir, las finanzas empresariales son básicamente circulación de capitales. Para una empresa, la circulación de capitales existe en el marco de actividades de finanzas (actividades externas) y actividades de gestión (actividades internas). Las temas a continuación:

#### 1. La circulación de capitales en las actividades financieras

Bajo las condiciones de la moderna economía de mercado, las actividades

financieras, desde el punto de vista de su naturaleza, son actividades de crédito. Es decir, los agentes que financian capitales no sólo deben devolverlos a los acreedores sino también tienen que cumplir con la obligación de pagar los intereses convenidos, mientras que los acreedores tienen derecho a cobrar los capitales más los intereses. Por eso, prestar con un coste y la promesa de devolverlo es un principio en la gestión del mercado financiero.

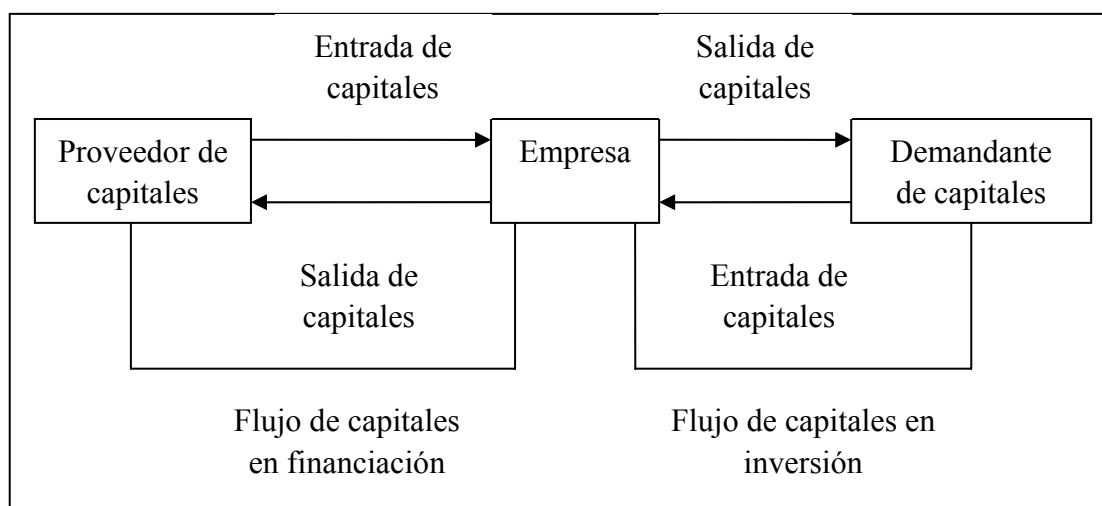
En el mercado financiero, las actividades financieras que se desarrollan son de dos tipos: financiación e inversión. Respecto a las actividades de financiación, las empresas como agentes que captan capitales de los proveedores tienen que pagar por el uso de estos capitales. Si la captación es en forma de deuda, no sólo deben devolver los capitales sino también tienen la obligación de pagar intereses. Si hacen la captación por medio de acciones, aunque las empresas no tienen la obligación de devolver el capital durante su existencia, deben pagar dividendos a los accionistas. De ahí que, las actividades de financiación empresarial no sólo se refieren a la consecución de capitales de los proveedores sino también incluyen la devolución de dichos capitales y el pago de un interés o dividendo. Desde el punto de vista de la circulación de capitales, la consecución de capitales de acreedores, para una empresa, es la entrada de capitales. La devolución de capitales y el pago de interés o dividendo significan la salida de capitales. Por eso, la entrada y la salida de capitales en las actividades de financiación empresarial constituyen una circulación completa de capitales.

Respecto a las actividades de inversión financiera, las empresas como proveedores de capitales tienen derecho a la recuperación de capitales más un beneficio. Si realizan inversión en títulos, las empresas pueden recuperar los capitales y conseguir un interés en el momento de su vencimiento o, a través de la transmisión de los títulos en el mercado financiero. Si invierten en acciones, las empresas, además de conseguir dividendos por la posesión de las acciones, pueden recuperar sus capitales y ganar un beneficio por la venta de las acciones. Por eso, las actividades de inversión financiera en la empresa no se refieren solamente a la compra de valores, también incluyen la transmisión de valores para recuperar los capitales invertidos y la consecución de las ganancias invertidas. Desde el punto de vista de la circulación de capitales, la compra de valores en las empresas se representa por la salida de capitales. Cuando los valores han vencido o se han transmitido, el proceso de circulación se manifiesta como entrada de capitales a la empresa. La salida y la entrada de capitales en las actividades de inversión financiera en una empresa constituyen un ciclo completo de capitales. Este tipo de circulación la llamamos la circulación de la inversión financiera.

El análisis anterior muestra que hay dos tipos de circulación de los capitales en las actividades financieras de una empresa: la circulación de capitales en financiación y la circulación de capitales en inversión financiera. Ambos procesos de circulación se explican en el gráfico 1.1.

Hay que destacar que el objetivo principal de las actividades financieras en una empresa es la captación de los capitales necesarios para la producción y la gestión de la empresa. Por eso, lo más importante en las actividades financieras es la financiación. En cuanto a las actividades de inversión financiera, estas actividades sólo representan la utilización de los capitales, que están ociosos temporalmente en la gestión empresarial con el fin de elevar la eficiencia en la utilización de los capitales. La inversión financiera no es una tarea principal en la inversión empresarial. La inversión importante en una empresa es la inversión productiva y de gestión.

**Gráfico 1.1 Dos tipos de circulación de los capitales**



Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y (2003)

## 2. La circulación de capitales en las actividades de inversión productiva y de gestión

El objetivo de la financiación empresarial es la inversión de gestión y de producción. Este tipo de inversión tiene dos vertientes. Una parte es la inversión en las premisas materiales y técnicas como edificios, instalaciones. La otra es la inversión en elementos productivos como materias primas, productos, etc. Generalmente, a la primera se la llama la inversión en activo fijo y la segunda se le llama inversión en activo circulante.

Tanto las inversiones en activo fijo como las inversiones en activo circulante se pueden recuperar y obtener plusvalías tras cubrir los procesos de suministro, producción y venta. Desde el punto de vista de movimiento de

capitales, para una empresa, la inversión productiva y de gestión representa una salida de capitales. Después del proceso de producción y venta de los productos, la compañía obtiene unos ingresos, mediante los que recupera su inversión inicial. Esta etapa representa la entrada de capitales. Cuando obtienen ingreso mediante el cobro de las ventas, el movimiento de capitales completa su ciclo de los capitales. Por eso, en las actividades de inversión productiva y de gestión, la salida y, la entrada de capitales también forman un ciclo completo de capitales.

3. La relación entre el movimiento de capitales de las actividades financieras y la circulación de capitales en las acciones de inversión productiva y de gestión.

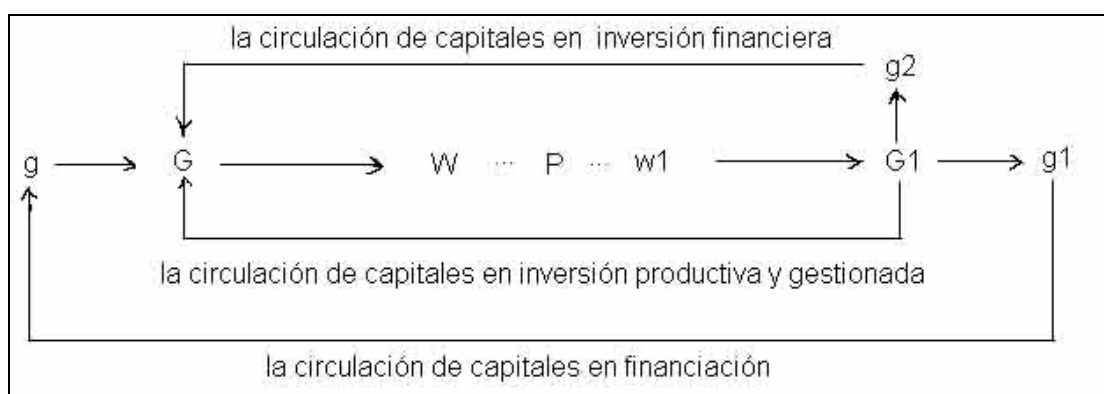
Generalmente, la circulación de capitales en una empresa tiene que pasar tres etapas: el suministro, la producción y la venta. En la etapa de suministro, la captación de capitales no sólo es una actividad de gestión de la empresa, también es un tipo de acción financiera. Este tipo de acción es una parte importante en la financiación. Después de la venta de los productos, la empresa va a amortizar pasivos y dotarse las reservas con esos ingresos. Estas actividades de gestión también son componentes de la financiación. Si los capitales gestionados, en las actividades de inversión productiva y de gestión, tienen algunas partes ociosas, la empresa puede utilizarlos en la inversión financiera. Cuando escasean los capitales en gestión empresarial, la empresa puede vender los valores invertidos para realizar la inversión en gestión. Estas actividades empresariales, a la vez, son actividades financieras.

En total, la relación de los dos tipos de circulación de capitales existe principalmente en las etapas de suministro y venta en el proceso de inversión de gestión. Dentro del movimiento de capitales de las actividades financieras, especialmente en la circulación de capitales de financiación, se incluye la circulación de capitales en inversión productiva y de gestión. La circulación de inversión productiva y de gestión es el objeto y la modalidad en que se produce la circulación de capitales de financiación. Esta estrecha relación entre los dos tipos de circulación se manifiesta detalladamente en el siguiente gráfico 1.2.

Aquí “g—G” se refiere a la financiación de la empresa. Este proceso está representado por la salida de los capitales de la circulación de capitales en financiación. “G—W” se refiere a la inversión productiva y gestionada. Este proceso está representado por la salida de los capitales desde la circulación de capitales y la entrada de los capitales en inversión productiva y gestionada. “W → P → W1” representa la producción de producto. “W1—G1” se refiere a la entrada de capitales después de la venta. Éste está

demostrado por la entrada de capitales en la circulación de capitales desde inversión productiva y de gestión. “ $G1—g1$ ” representa los pagos de intereses y dividendos de la empresa a los acreedores y los accionistas. Éste se representa por la salida de capitales de la circulación de capitales y la entrada de capitales en financiación. En la circulación de capitales, si aparecen capitales ociosos, se puede incorporar en “ $G1—g2$ ”. Este proceso es la entrada de capitales en la circulación de la inversión financiera. Cuando la compañía vende los valores para conseguir capital en efectivo, se puede dar lugar al movimiento “ $g2—G$ ”. Es decir, el ingreso de capitales en la compañía desde la circulación de la inversión financiera.

**Gráfico1.2 Relación entre La circulación de inversión productiva y la de gestión**



Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y (2003)

A través del análisis anterior, podemos concluir que, en una empresa, hay dos tipos de circulación de capitales en el proceso de las actividades financieras: la circulación de capitales en financiación y la circulación de capitales en inversión financiera. De estos dos tipos de circulación, la circulación de capitales en financiación es la principal, dependiendo de la circulación de capitales en la inversión productiva y de gestión. Por eso, las finanzas empresariales tienen tres objetivos de investigación: la circulación de capitales en financiación; la circulación de capitales en inversión financiera y la circulación de capitales en inversión productiva y de gestión.

Los contenidos de la investigación sobre las finanzas empresariales son los aspectos concretos de los tres objetos investigados.

### 1. Los contenidos sobre financiación

Para una empresa, generalmente, la circulación de capitales durante la financiación se manifiesta por la consecución y la devolución de capital. La financiación empresarial se refiere a las actividades de una empresa en el mercado financiero con objeto de captar u obtener, en forma de crédito, los recursos financieros necesarios para el funcionamiento óptimo de la empresa. El establecimiento de una empresa precisa de cierta cantidad de capitales

propios y las actividades de gestión de la empresa también necesitan inversión continua de capitales. En la economía moderna que está regulada por el mercado, los capitales que necesita una empresa se obtienen en el mercado financiero. Por eso, la financiación no sólo es una parte importante de la gestión empresarial sino también es un fundamento de la gestión.

Los contenidos que abarca la financiación incluye:

- a). Las modalidades de financiación: La financiación empresarial se realiza a través de algunas modalidades, por eso, antes de empezar a financiarse, una empresa tiene que saber cuáles son las distintas modalidades de entre las que puede elegir. Las modalidades de financiación, a su vez, son herramientas importantes para la toma de decisiones en la financiación empresarial. El análisis de coste y riesgo de la financiación y la determinación de la estructura de la financiación se producen teniendo en cuenta las modalidades de financiación. De ahí que, la investigación de las modalidades de financiación tiene un significado importante para la financiación.
- b). El coste y el riesgo de la financiación: Para realizar la financiación, una empresa tiene que pagar los gastos que ella genera. Al mismo tiempo, la empresa también se enfrenta a un riesgo financiero. Las distintas modalidades de financiación tienen diversos gastos y riesgos. Por eso, una empresa durante el proceso de financiación tiene que considerar el coste y el riesgo.
- c). La estructura y el resultado esperado de la financiación: La financiación empresarial se manifiesta por algunas actividades con las que ingresa ciertos capitales según las distintas modalidades de financiación. El resultado de estas actividades es la formación de algunas estructuras de financiación. En el proceso de financiación, siempre hay coste y riesgo. Las distintas modalidades de financiación conllevan distintos costes y riesgos. También en las diferentes estructuras que se forman por distintas modalidades y diferentes volúmenes de financiación, los costes y los riesgos son diversos. Por eso, la financiación empresarial tiene que analizar la influencia del cambio de la estructura en el coste y en el riesgo de la financiación. Esta influencia se manifiesta por la relación entre la estructura, el coste y el riesgo. El análisis de la relación suministra la base teórica para la toma de decisiones sobre financiación.
- d). La decisión de financiación: La decisión de financiación consiste en seleccionar de entre las distintas modalidades de financiación la más adecuada y precisar el volumen de financiación. Las principales bases de la decisión son el coste y el riesgo de financiación.

- e). La materialización de la financiación: Para realizar la financiación, la empresa puede elegir diversas modalidades. En cada uno de estas modalidades, las condiciones y los procesos de materialización de la financiación son diferentes. Por eso, para asegurar que la financiación se lleve a cabo con éxito, una empresa tiene que precisar las normas de la materialización de financiación en diversas modalidades.

## 2. La materia que abarca la inversión de gestión y su circulación

Anteriormente hemos dicho que una empresa es una organización económica que produce mercancías y ofrece servicios para obtener un beneficio. Por ello, la inversión de gestión y su circulación, se consideran como la forma en que se manifiesta la naturaleza de las actividades de gestión. Es decir, son los medios al alcance de la empresa para conseguir los beneficios.

Desde el punto de vista de la circulación de capitales y habida cuenta de que los capitales utilizados en la inversión de gestión tenía su origen en la financiación, será por medio de la misma inversión de gestión que se podrá obtener los recursos necesarios para amortizar la financiación por un lado y por otro lado remunerar a los acreedores o en su caso, pagar dividendos.

Es de tal importancia la materia que se trata en las actividades financieras de la empresa, que no sólo constituyen parte de la naturaleza de las actividades empresariales sino que además, son un elemento clave para una normal ejecución de la financiación empresarial.

La inversión de gestión abarca la inversión en activo fijo y circulante. Si en este proceso, los capitales que se recuperan son insuficientes para atender amortizaciones, pagos acreedores o de dividendos, la empresa sufrirá una crisis de liquidez que afectará a la financiación empresarial.

## 3. La inversión financiera

La inversión financiera se trata de los recursos que la empresa invierte en valores del mercado financiero. Los capitales utilizados en la inversión financiera proceden de capital ocioso temporalmente. El objetivo de la inversión financiera es mantener la capacidad empresarial de obtener beneficio. La inversión financiera empresarial incluye la inversión financiera a corto plazo y la inversión financiera a largo plazo.

Brevemente, las finanzas empresariales ocupan una posición muy importante dentro del sistema financiero. Es por medio del sistema financiero que se



transfieren los excedentes de capital hasta donde hay un déficit de los mismos o, desde el ahorro a la inversión.

Dentro de la teoría, contamos con distintas definiciones de sistema financiero aunque todas señalan tres elementos comunes y esenciales en todas ellas: la herramienta financiera, la institución financiera y el mercado financiero.

- Las herramientas (o activos) financieras son el medio para la transferencia de capitales.
- El mercado financiero es el mercado en el que se intercambian los activos financieros.
- La institución financiera es la encargada de crear los activos financieros y promover la transferencia de capitales.

Dentro del sistema financiero, las empresas son el actor principal para el desarrollo de las actividades financieras lo que implica la utilización de los activos financieros que facilitan los intermediarios del mercado financiero para satisfacer la demanda de capitales y también dentro de ese papel principal, la amortización de los pasivos a tiempo para así evitar que el sistema se vea afectado negativamente.

Históricamente, sólo se consideraba al sistema bancario como parte principal del sistema financiero mientras que las finanzas empresariales quedaban situadas en un plano inferior; esto también sucedía a un nivel de investigación y académico por lo que, es un campo de las finanzas empresariales que necesita de que se investigue en profundidad.

## **1.3 Objetivo y principio de las finanzas empresariales**

### **1.3.1 El objetivo financiero de la empresa**

El objetivo financiero de la empresa se refiere a los resultados que las actividades financieras de la empresa van a alcanzar. Las actividades financieras son una parte de las operaciones empresariales. Por eso, el objetivo financiero de una empresa depende del objetivo de la operación empresarial. Por otro lado, la función financiera también es una de las funciones de la empresa. En consecuencia, el objetivo del sistema financiero debe contribuir a reflejar el objetivo empresarial. Por tanto, vamos empezar por un estudio de los objetivos de la empresa para luego especificar el objetivo financiero de la empresa.

#### **1. El objetivo empresarial**

No existe un acuerdo sobre cuáles deben ser los objetivos que deben perseguir las empresas. A continuación, se comentan y discuten dos objetivos que tradicionalmente se asocian a las actividades empresariales: la maximización del beneficio y la maximización del valor de la empresa. Estos dos objetivos han sido objeto de una larga polémica que a día de hoy aún no está resuelto. Generalmente, esta polémica se ha desarrollado entorno a los parámetros económicos y sociológicos de la empresa.

Para la teoría económica tradicional, el objetivo de las empresas es indiscutiblemente la maximización del beneficio. Siempre se ha considerado que el objetivo fundamental de la empresa en el mundo económico del capitalismo es la obtención del beneficio máximo o lucro. Esta posición se ha mantenido mucho tiempo, porque permitía construir una teoría clásica en la que el beneficio era una expresión del nivel de eficiencia de la empresa. Así, parecía razonable querer maximizarlo. Pero, este planteamiento de la maximización del beneficio tiene algunos problemas.

- a) El significado de “maximización del beneficio” es confusa. ¿Se refiere a beneficio a corto plazo o a largo plazo? ¿Se refiere al beneficio antes de impuestos o después de impuestos? Estos problemas no son muy claros en las opiniones.
- b) El objetivo de la maximización del beneficio no diferencia la remuneración (o ganancia) de las inversiones en los diferentes períodos, y aún más, no considera el valor en el tiempo de los capitales. La cuantía de la remuneración de una inversión no sólo depende de la remuneración futura, sino también está limitada por el plazo de la remuneración. Si se remunera a tiempo, se puede reinvertir más rápido para conseguir una nueva ganancia. El planteamiento único de la maximización del beneficio infravalora este punto.
- c) La posición de la maximización del beneficio no considera el riesgo. El riesgo siempre acompaña a los beneficios. Si se toma la maximización del beneficio como único objetivo de gestión empresarial, los administradores pueden incurrir en procurar el beneficio sin considerar los riesgos. Esta situación va a perjudicar la empresa en el futuro.
- d) Desde una opinión de maximización del beneficio no considera la relación entre los beneficios ganados y los capitales invertidos. Generalmente, el mismo beneficio que se gana puede obtener con distintos volúmenes de capital invertido. Deben intentar obtener el máximo beneficio con el mínimo de capital invertido. La opinión de la maximización del beneficio infravalora la diferencia entre los diversos

volúmenes de capitales invertidos, lo cual no es razonable.

Debido a estas limitaciones, el planteamiento de maximización del beneficio ha recibido duras críticas. La moderna administración financiera acepta como objetivo general de la empresa la maximización del valor de la empresa. Es decir, maximizar el valor de mercado de sus acciones. Este objetivo, que consiste en maximizar la riqueza de los accionistas, es el que nosotros aceptamos en esta obra. Se trata de un objetivo general que no es incompatible con el objetivo del máximo beneficio, pero que responde mejor a los intereses de los accionistas.

Desde la óptica de la maximización del valor de la empresa, se considera que la maximización del valor de las acciones de la empresa es la recompensa natural de los accionistas sobre el beneficio de la inversión y, a su vez, refleja el motivo fundamental por el que los accionistas quieren posicionarse en el establecimiento empresarial. La maximización del valor de la empresa no sólo satisface la demanda de los accionistas sino también considera los beneficios de administradores, acreedores, empleados, etc. Todos ellos, pretenden maximizar la rentabilidad del activo y minimizar el coste medio del pasivo a través de maximizar la rentabilidad neta de la empresa.

## 2. El objetivo financiero de la empresa

El campo financiero tiene sus propios objetivos funcionales, de los que suelen decirse que son los que más se acercan a los objetivos finales de la empresa, particularmente por la frecuente expresión monetaria de estos últimos. El objetivo financiero de la empresa, generalmente aceptado, es la maximización de su valor en el mercado y tal objetivo ha de guiar las decisiones financieras claves de la empresa: la inversión y la financiación.

En general, se suele admitir que los objetivos financieros básicos de una empresa son la liquidez, la rentabilidad y la supervivencia. Estos objetivos, por lo general, tienen una expresión más concreta y, por consiguiente, más operativa. Así, los resultados de una encuesta sobre objetivos financieros, realizada entre los ejecutivos financieros de cinco países desarrollados, condujeron a la definición de los siguientes objetivos como los más importantes:

- Crecimiento del beneficio
- Disponibilidad de fondos
- Rentabilidad financiera
- Maximización del margen de ventas
- Maximización del valor de la empresa

De entre estos objetivos, la maximización del valor de la empresa es el objetivo

último. Sin embargo, la disponibilidad de fondos es el objetivo básico. Sobre este objetivo descansan los otros cuatro, y de ahí su gran importancia. Por eso, con la disponibilidad de fondos se pretende garantizar que siempre haya un cierto nivel de fondos disponibles para cuando éstos sean necesarios. Para el establecimiento de la empresa y las siguientes gestiones empresariales se necesitan de fondos. La disponibilidad de fondos se realiza mediante la financiación. Por eso, se puede decir que la materialización de la financiación es el objetivo principal de las actividades financieras en una empresa. Para salvar la dificultad que representa el objetivo de disponer de fondos resulta de vital importancia para la empresa que el director financiero haga una acertada medición de la cuantía de los fondos necesarios. La medición del coste y del riesgo son dos factores muy importantes. Para diferentes modalidades de financiación se incurrirá en distintos costes y riesgos. Aún más, los costes y los riesgos en las estructuras de financiación que están compuestas por diferentes modalidades y diversos volúmenes de financiación también son diferentes. Por eso, se debe considerar discretamente los costes y los riesgos en la decisión de financiación para conseguir una estructura óptima.

Hemos dicho que el objetivo de disponibilidad de fondos es la base de los otros. Pero de entre los otros objetivos, especialmente de crecimiento del beneficio y de la maximización del margen de ventas, tienen una función opuesta sobre el objetivo de disponibilidad de fondos. Bajo las condiciones de la economía moderna, la financiación empresarial es un tipo de financiación realizada por medio de créditos. Bajo esta modalidad de financiación, la empresa tiene que cumplir las obligaciones pactadas. Es decir, a los accionistas, la empresa debe pagar dividendos y para los acreedores, la empresa tiene que amortizar y remunerar. Para asegurar que la empresa tenga suficiente capacidad de liquidez, tienen que intentar maximizar el margen de ventas y hacer crecer los beneficios. Sólo con esta condición, la empresa puede tener una fuente estable de fondos.

### **1.3.2 Los principios de las finanzas empresariales**

Las actividades de las finanzas empresariales, como una parte importante de la gestión empresarial deben atenerse a ciertos principios. Estos principios son generalmente la seguridad, la circulación y el beneficio.

#### **1. El principio de seguridad**

Las actividades de las finanzas empresariales incluyen, concretamente, tres partes: la financiación, la inversión financiera y la inversión de gestión. Por eso, el principio de seguridad se refiere a la seguridad de estas tres partes. En el campo de la financiación, este principio requiere que la empresa tenga que asegurar la capacidad de liquidez haciendo frente a los compromisos adquiridos con los accionistas y los acreedores. La seguridad de la inversión

financiera se refiere al nivel de seguridad en la empresa para evitar la pérdida de los activos financieros. La seguridad de la inversión de gestión es la capacidad de recuperar a inversiones de gestión a tiempo.

La fidelidad al principio de seguridad, en el campo de la financiación, favorece el desarrollo de una buena imagen de la empresa en la sociedad. Dicha imagen, esta estrechamente vinculada a la capacidad de la empresa de cumplir con sus accionistas y acreedores. Si la empresa llegase a no cumplir en el momento acordado, la imagen de la empresa se puede ver dañada. De ahí, la obtención de una nueva financiación, puede hacerse difícil además de sufrir una pérdida económica. Para poder respetar este principio, al materializar la financiación, tiene que mantener un ratio razonable de endeudamiento. La relación entre el riesgo de financiación y el ratio de endeudamiento son directamente proporcionales. Es decir, cuanto más alto sea el ratio de endeudamiento, mayor riesgo de financiación para la empresa, y viceversa. Por eso, las actividades de financiación deben tener un ratio razonable para mantener el riesgo en un nivel soportable. La empresa, a su vez, debe intentar organizar con lógica los vencimientos de las deudas. En un escenario donde las demás variables son fijas, si la estructura de vencimientos de las deudas no es lógica y los de vencimientos de las deudas están muy concentrados, la empresa puede tener que hacer frente a una sobrecarga de amortizaciones y llegar incluso a sufrir una crisis de liquidez. De ahí, que una organización lógica de los vencimientos de las deudas sea otro requisito del principio de seguridad.

En el campo de la inversión financiera, el principio de seguridad debe ser la guía que ayude a las empresas a evitar pérdidas financieras y aumentar los beneficios esperados. Además, este principio también puede promover la circulación de los capitales ya que la seguridad de la inversión financiera es una de las bases para garantizar la capacidad de mantener la liquidez. Para que se pueda materializar la seguridad en la inversión financiera, se necesita de una selección correcta de los tipos de valores en el momento adecuado. Es decir, se necesita una cartera correcta.

La seguridad de la inversión de gestión es la premisa para la realización de las actividades gestionadas en una empresa. La naturaleza de las actividades gestionadas es el movimiento de capitales. De ahí, que de una normal circulación de capitales dependa del desarrollo razonable de las actividades gestionadas. Por otro lado, la seguridad de la inversión de gestión favorece la financiación empresarial. La financiación empresarial tiene una relación inseparable con las actividades de gestión. La circulación de capitales en el proceso de gestión empresarial es la base del movimiento de capitales en la financiación empresarial. Por eso, para mantener un buen desarrollo de las actividades de financiación empresarial, una gestión empresarial normal es

clave ya que, ella depende la liquidez, la solvencia y la remuneración de la financiación. Una buena gestión es garantía para la financiación empresarial. Para alcanzar seguridad de la inversión de gestión, se tiene que hacer bien la investigación de los proyectos de inversión y acelerar la circulación de capitales.

## 2. El principio de circulación

Este principio también se denomina el principio de fluidez. La fluidez se refiere a un tipo de cualidad que incluye la fluidez de los activos y la fluidez de los endeudamientos. La fluidez de los activos consta de dos partes: la fluidez de activos gestionados y la fluidez de activos financieros. La fluidez de activos gestionados se refiere a la capacidad de cambio de los activos gestionados desde la forma material hacia la forma monetaria. La fluidez de activos financieros es la capacidad de liquidez de los activos sin incurrir en pérdidas. La fluidez de endeudamientos se refiere a la capacidad de obtener préstamos a un coste razonable. El principio de circulación favorece la capacidad empresarial de solvencia ya que, este principio requiere que la empresa mantenga una buena gestión y un alto prestigio, y así poder asegurar el pago de dividendos y de deudas.

## 3. El principio de ganancia

El principio de ganancia consta de tres partes: la ganancia de la financiación, la ganancia de la inversión de gestión y la ganancia de la inversión financiera. La ganancia en la financiación requiere que las empresas hagan todo lo posible para reducir el coste de la financiación. La ganancia de la inversión de gestión se refiere a la reducción de gasto productivo y de egreso administrativo para aumentar beneficio gestionado. Para mantener el principio de ganancia de inversión financiera, las empresas deben conformar una buena cartera de inversión, reduciendo el riesgo invertido.

# **CAPÍTULO 2: La importancia de la financiación en la empresa**

## **2.1 Conceptos sobre financiación, captación de capitales e inversión**

El objeto de investigación de esta tesis es la financiación empresarial. Para el desarrollo de la investigación, se necesita definir científicamente los conceptos de financiación, de captación de capitales, de inversión, de modalidad de financiación, de mecanismos de financiación, de política de financiación, etc. El análisis del contenido de estos conceptos y la comparación de los vínculos internos entre estos conceptos, a su vez, también se hace necesarios.

### **1. Financiación**

Actualmente existen en el ámbito académico, tres clasificaciones generales hechas en base a los distintos contenidos que abarca el concepto de financiación.

- (1) Al hablar de financiación, se refiere a la financiación empresarial. Concretamente, a las actividades económicas llevadas a cabo por una empresa a través de cierto canal y cierta modalidad para servirse de la acumulación de fondos de la empresa o de fondos dispuestos por inversores y acreedores con el fin de suministrar los capitales necesarios para la operación empresarial.

Desde esta definición, se presta especial atención al ámbito de las finanzas empresariales y para su investigación, se centra en la captación y en la aplicación de los capitales empresariales.

Se trata de una definición en la que se limita el concepto de financiación a la financiación empresarial.

- (2) Se considera la financiación como un proceso en el que los agentes económicos captan los capitales. En esta clasificación, se considera la financiación como una herramienta monetaria para la captación de capitales necesarios con el fin de conseguir activos o satisfacer aquella necesidad de capital que supera el volumen de efectivo en la empresa para la compra de mercancías.

La investigación se entra en el ámbito microeconómico y presta su atención a las empresas o las personas físicas. Con este planteamiento, la captación de capitales sólo se realiza desde fuera de la empresa y nunca desde dentro por lo que, deja fuera de su consideración a la autofinanciación y a la financiación fiscal. Así, el ámbito de financiación es muy limitado.

- (3) La financiación es un tipo de actividades económicas en el que se absorben, captan y asignan capitales por medio del intercambio de créditos. Por eso, la financiación está muy vinculada al mercado financiero. Desde esta perspectiva se presta mucha atención al proceso de captación y utilización de capitales sin considerar la eficacia de la financiación.

En todos estos conceptos de financiación, encontramos algunos defectos en su definición. Sobre la base de estos conceptos, vamos a desarrollar un concepto más completo. La financiación es un proceso por el que los agentes económicos captan y asignan capitales de cierta manera y por determinado mecanismo por el que se facilita la transformación del ahorro ciudadano en inversión social. En este concepto destacamos dos puntos importantes:

- (a). La financiación es un tipo de transferencia de capitales sobre la base del sistema de crediticio. En la condición de economía de mercado, el origen de la financiación incluye los capitales externos y, también, los capitales internos. El proceso de financiación no sólo incluye transferencia de capitales entre diferentes propietarios, sino también está constituido por las acumulaciones internas de capitales de un agente económico. De ahí que, las actividades de financiación generalmente constan de tres partes: la autofinanciación sobre una base de acumulación interior ; la financiación con origen exterior sobre la base del mercado crediticio; la financiación fiscal sobre la base del crédito nacional.
- (b). En cuanto al contenido de la financiación, su ámbito debe abarcar la capacidad de captación de capitales y la eficiencia de su utilización. Actualmente en el campo académico, casi todos los conceptos sobre financiación infravaloran el aspecto de la eficiencia de la financiación. En efecto, la eficiencia es un contenido muy importante dentro del proceso de financiación. En la economía de mercado, la financiación no asume la propiedad ni la acumulación de fondos de un agente económico individual como premisa, se lleva a cabo mediante el ajuste entre el excedente y la escasez de capitales en los diferentes departamentos para aportar apoyo de capital en la producción normal de la empresa y en el desarrollo de la economía nacional. En este proceso, el cambio de utilización de capitales entre los diferentes departamentos productivos



puede dirigir una redistribución ordenada de los factores productivos entre diversos sectores. De ahí que, la naturaleza del proceso de financiación sea la asignación razonable de los recursos económicos.

Sobre la base de los entendimientos anteriores, la función de financiación consta de dos partes: una eficiente capacidad de captación de capitales con eficiencia y un grado alto de eficiencia en la utilización de los recursos financieros. Dicha capacidad se refiere a la posibilidad de suministrar recursos financieros a un coste mínimo. La alta eficiencia se refiere a la asignación de los capitales necesarios hacia los inversionistas que puedan utilizar los capitales con un alto grado de eficiencia.

Al ser el objeto de esta tesis, la financiación empresarial es un contenido muy destacado en el desarrollo de la investigación siguiente.

Hemos apuntado que la financiación surge como algo vivo. Está ligado en gran medida a la empresa, sin que ello deje de significar que la persona física o los institutos no empresariales no lo precisen igualmente.

Tradicionalmente, el campo de la financiación empresarial ha ocupado una destacada relevancia, tanto desde una visión de los agentes económicos (empresas no financieras y financieras, específicamente), dada su importancia en el acontecer de la empresa, como por parte de la administración, que acompañaba al tejido empresarial en los procesos de reconversión y modernización a los que se ha visto sometido en los últimos años.

Desde el punto de vista de la administración financiera de empresa, la financiación es pues, la acción de procurar a una empresa los capitales necesarios para su creación o funcionamiento. Es consecuentemente la financiación, un área fundamental de la empresa, cuyas tareas deben estar absolutamente integradas en el desarrollo de la actividad normal, y cuya ejecución se funda esencialmente en una componente administrativa con la que a veces se confunde. Se trata de un concepto dinámico tanto en el tiempo, que no se reduce al instante de la creación, sino que es prolongado y continuo a lo largo de la vida de la empresa; como en su propia esencia. Es una acción prolongada de la que el hecho de la aportación real de los fondos, es tan sólo una parte que contiene en sí misma, y para su desarrollo, una compleja trama de tareas que se inician con la búsqueda de los fondos más aconsejables y económicos, pasando por el hecho de la aportación; la maximización de rentabilidad a los fondos propios; la minimización de coste de los fondos tomados de terceros; el seguimiento de las necesidades de la empresa y el cumplimiento de los compromisos económicos asumidos.

La necesidad de financiación es pues una condición objetiva, basada en gran medida en criterios subjetivos.

Es la creación de una empresa, o la iniciación de un negocio, quizá la aplicación más común o frecuente de la financiación, pero también es el elemento indispensable en la marcha normal de una empresa, sin olvidar al acometer nuevos proyectos o iniciativas de nuevos modelos de negocio. Es pues la financiación un elemento de convivencia esencial en el normal desenvolvimiento de las empresas. Respecto a estos, podemos considerarlos como la condición objetiva. En la puesta en práctica de la financiación por consiguiente, se debe analizar y gestionar para en definitiva poder rentabilizarlo. La rentabilidad es el objetivo directo de la gestión empresarial y también es la última finalidad de la financiación que es la premisa de gestión empresarial. Por eso, la rentabilidad es el primer criterio subjetivo de la necesidad de financiación. En definitiva, de la diferencia entre lo que tengamos que pagar por esa financiación y el resultado que obtengamos del negocio en el que hemos invertido esos fondos, ésa diferencia será en definitiva el beneficio que nos aporte. Dicho beneficio es pues, el contenido concreto del criterio de la necesidad.

En efecto, la necesidad de financiación en la gestión empresarial es para resolver algunos problemas concretos. Es decir, para contestar a la pregunta ¿para qué se precisa la financiación? Se supone que cuando alguien llega a la conclusión de precisar una financiación, es que tiene altamente analizadas las razones, es decir, la finalidad a la que destinar esos fondos.

En una empresa, los fondos obtenidos a través de financiación normalmente tienen una finalidad especial. En la operación empresarial, los fondos financiados pueden ser empleados en múltiples objetivos en la vida de la empresa pero, ¿qué destino concreto es el previsto para esos fondos? Se pueden dedicar a inversión o a gasto; hablando en términos de generalistas.

#### 1) Dedicación a gasto en momentos de falta de liquidez de la empresa.

En estos casos. Se pretende atender compromisos de pagos ya contraídos. Aquí la necesidad de financiación de la empresa estará condicionada por un defecto de tesorería. Normalmente y salvo situaciones excepcionales se aplican a operaciones a corto plazo, esto es, con períodos de tiempo inferiores a un año.

Las más habituales aplicaciones de los fondos a corto plazo, normalmente, pueden ser destinado a algunos gastos. Se suele destinarlos a:

Pago de nóminas, seguridad social, o impuestos  
Pago de gastos generales o de producción,  
Pagos a proveedores por materias primas o secundarias,  
Pago de amortizaciones de créditos,  
Pago de intereses de créditos.

## 2) Dedicación a inversión.

En estos casos, se hace referencia básicamente a un plan de inversiones progresivas, cuya recuperación y resultados se irán recogiendo igualmente a lo largo del tiempo. Suelen ser estas operaciones a largo plazo o de tiempo superior a un año. Se incluyen dentro de estas operaciones, todas aquellas dedicadas a la captación de fondos para ampliación de instalaciones o las de compra de modernización de bienes de equipo. Igualmente las dirigidas a la expansión del negocio o a la compra de otra empresa.

Podríamos calificar de inversión los siguientes conceptos:

- Creación de una empresa. En tal caso el financiador deseará conocer la actividad a la que piensa dedicarse e incluso el objeto social. Su pretensión de volumen de negocio estimado es importante en la financiación.
- Iniciación de una nueva línea de producción y comercialización dentro de la empresa ya en marcha.
- Compra de stock de materias primas para atender pedidos.
- Compra o modernización de bienes de equipo.
- Mejora o ampliación de las instalaciones o inmuebles.

En total, los fondos financiados destinados a la inversión son para acometer nuevos negocios o fórmulas de desarrollo; en definitiva, comprar lo que se necesita para la continuidad, iniciación o expansión.

La ejecución de la financiación siempre tiene un coste. Para satisfacer razonablemente la necesidad de financiación, hay que fijar la cuantía de financiación que se precisa. ¿Cuánta financiación se precisa? Se trata ahora por consiguiente de contestar a esta pregunta mediante la evaluación de la cuantía de financiación que se precisa. Igualmente es imprescindible conocer el momento oportuno en que se precisará. La trascendencia de esta pregunta es de tal envergadura, que directamente relacionada con ella se encuentra la rentabilidad de la operación, por el impacto que el coste de la financiación tiene en el resultado del negocio. Por consiguiente, de la mayor o menor precisión en cifrar este volumen, dependerá la mejor evaluación del coste financiero consecuente y la estimación de beneficio final.

Es bien cierto que la precisión absoluta es prácticamente imposible por los inevitables imprevistos pero sin duda alguna con una correcta planificación es perfectamente capaz de lograr una aproximación adecuada y sobradamente suficiente de las necesidades financieras. Indudablemente, una buena planificación conlleva en sí misma un margen de cobertura bastante como para garantizar la cobertura de los fondos.

Ya hemos comentado que el volumen de financiación tiene una relación directísima con el coste de la operación, y lógicamente y consecuentemente incide sustancialmente en la rentabilidad final que se pueda alcanzar. Volvemos a señalarlo aquí para hacer mención a la necesidad de incluir ese margen de cobertura o excedente de financiación en el presupuesto de rentabilidad analizado.

La financiación, como un proceso económico sobre el crédito, tiene una esencia de tiempo. Si hablamos por consiguiente del tiempo de la financiación, inevitablemente hemos de hacerlo en un doble sentido.

- a) Referido al momento inicial en que se precise la financiación. Esto es, aquel instante a partir del cual se necesita ingresar en la tesorería de la empresa los fondos procedentes de la financiación.
- b) El plazo o período de devolución de la cuantía de financiación más sus correspondientes intereses.

En el primer sentido la cuestión a desvelar podría referirse como: ¿cuándo se necesita la financiación? En el segundo sentido la pregunta sería: ¿durante qué plazo se precisara la financiación?

Se quiere decir con esto, que toda operación financiera tiene sus ciclos; esto es, el tiempo que se tarda desde que se ejecutan las primeras acciones para su puesta en marcha, hasta que se finaliza todo el proceso, con la devolución de la financiación.

Se han expuesto concisamente los principales contenidos de la financiación empresarial. En las siguientes partes de la tesis, vamos a investigar cada contenido completamente y en profundidad. Se resumirá el contenido de las tareas o cuestiones a las que se tiene que enfrentar o dar puesta para llevar a cabo una financiación empresarial razonable.

## 2. Captación de capitales

La captación de capitales que es muy similar a la financiación se trata de

simplemente la recogida de capitales temporalmente ociosos para destinarlos a satisfacer la necesidad de capitales en el proceso del desarrollo de la economía nacional.

Desde el punto de vista del origen, la captación de capitales no sólo incluye los capitales con un origen interior, sino también incluye los capitales del exterior. Por eso, la captación que es casi lo mismo que la financiación está formada por financiación externa y financiación interna. Pero los contenidos de la captación y la financiación no son completamente iguales. En comparación con la captación, la financiación es un concepto más estricta. La financiación no sólo incluye la captación de capitales. Lo más importante es que ella también implica la eficiencia en la utilización de los capitales. Esta eficiencia es en otras palabras, la eficiencia de la asignación de los recursos financieros. El concepto de la captación sólo subraya el primer significado de financiación, es decir, la recogida de capitales, sin consideración de la eficiencia de utilización.

### 3. Inversión

La inversión, desde el punto de vista de macroeconomía, es el empleo productivo de bienes económicos, que da como resultado la obtención de unos activos en cantidad mayor a la de los recursos empleados. Desde el punto de vista de la microeconomía, la inversión es todo gasto que se realiza para mantener el funcionamiento o ampliar el equipo productivo de una empresa.

El de inversión es un concepto que se corresponde con el de ahorro. El ahorro es el origen y la premisa de los capitales invertidos; la inversión es la utilización de los capitales del ahorro. Sólo bajo la condición de que los ahorros nacionales se transformen en inversión social, se puede formar la acumulación de capitales, al incrementar la producción de bienes sociales. Tomado como un tipo de actividad económica, dicho ahorro es una parte de los ingresos nacionales sin consumo presente. Igualmente la inversión es la transformación de ahorro nacional en los capitales productivos. Aquí, la inversión principalmente se refiere a la inversión en bienes fijos. La inversión podemos considerarla como un proceso de la actividad económica en el que los agentes pagan dinero o materias previamente para conseguir los bienes fijos con naturaleza de ganancia y servicio. Por lo tanto, algunos economistas creen que sólo cuando se ocurre la producción de bienes materiales, se puede llamarlo inversión.

Un concepto que es muy parecido en su contenido a la inversión es la formación de capitales. En la economía occidental, la inversión es igual que la formación de capitales. Aquí, consideramos que el concepto de la

formación de capitales no es simplemente igual al de inversión. La formación presta mucha atención a la transformación de ahorro a inversión. Es decir, el proceso de transformación de ahorro nacional a capitales productivos. Este proceso en sí mismo es justamente la naturaleza del contenido de la financiación.

## **2.2 La relación entre financiación e inversión**

La financiación es la fuente de los capitales de inversión. En cierto sentido, podemos decir que la financiación determina la inversión. El objetivo principal de la inversión es obtener beneficio. Para obtener el beneficio esperado, se debe tomar la decisión adecuada de invertir. El beneficio esperado y la decisión de invertir tienen que tomar unos criterios más importantes como base de la evaluación. Este criterio es el coste de capital que también es el núcleo de la financiación. El coste de capital en la decisión de invertir desempeña un papel muy decisivo. A través del mismo, se establecen las condiciones básicas de aceptación del proyecto de inversión. Dichas condiciones son lo que la rentabilidad del proyecto debe superar al coste de financiación (recursos financieros comprometidos). El coste de la financiación es igual al umbral de rentabilidad del proyecto.

Las decisiones de inversión siempre provocan efectos derivados en la financiación. Dichos efectos están representados de varias formas. A veces, los efectos derivados son irrelevantes o menos importantes. En un mundo ideal donde no existen los impuestos ni los costes de transacción ni imperfección alguna del mercado, las decisiones de inversión afectarían solamente el valor de la empresa. A nadie le importaría de donde viniese el dinero, porque la política de dividendos, la política de endeudamiento y todas las demás decisiones de financiación no tendrían ningún impacto a la riqueza de los accionistas.

Pero los efectos derivados no pueden ser ignorados en la práctica. Porque, en la realidad, el mercado de capitales no es ideal o perfecto. El tema que se plantea es cómo deberían tratarse los efectos.

En los mercados de capitales imperfectos, los dos tipos de decisiones, la de inversión y la de financiación, deben engarzarse, y de hecho, un proyecto de inversión será interesante en la medida en que cree valor para la empresa, lo que se conseguirá siempre que sea capaz de devolver unas cantidades de capital superiores a los fondos invertidos con su correspondiente rentabilidad (o dicho de otra manera, cuando el valor actual de los fondos generados por el proyecto sea superior al valor de los fondos invertidos, es decir, cuando el proyecto dé una rentabilidad superior a la exigencia por aquellos que han aportado el dinero).

El coste de capital medio ponderado de todas las fuentes financieras de la empresa

(CCMP) sería el coste de financiación. La ponderación sería el peso de esa fuente de financiación dentro del pasivo total. El CCMP es el umbral de rentabilidad del proyecto de inversión. Si la rentabilidad del proyecto es superior al coste de financiación, implican que la inversión aumenta el valor de la empresa. El aumento del valor de empresa, al mismo tiempo, es justamente el objeto de las finanzas empresariales.

La relación entre inversión y financiación o los efectos derivados de la financiación a inversión se puede expresar por una fórmula:

$$VAA = VAN_{\text{caso básico}} + VA_{\text{efectos financieros derivados}}$$

Aquí,  $VAN$  es el Valor Actual Neto del proyecto de inversión.  $VA$  es el Valor Actual del proyecto.  $VAA$  es el Valor Ajustado del valor actual neto del proyecto.

Primero, se calcula el  $VA$  del proyecto como si no hubiese importantes efectos derivados y se ajusta luego el  $VA$  para calcular el impacto total del proyecto en el valor de la empresa. El criterio consiste en aceptar el proyecto si el  $VAN$  ajustado ( $VAA$ ) es positivo.

El  $VAN$  del caso básico es el  $VAN$  calculado del proyecto bajo la hipótesis de que la financiación total se realice por los capitales propios y el mercado de capitales sea perfecto.

Los efectos derivados por la financiación deben ser valorados separadamente de cada uno y sus valores actuales se suman o se restan al  $VAN$  del caso básico y, aún más, afectan al valor de la empresa. Podríamos tener:

- Costes de emisión. Si el proyecto obliga a la empresa a emitir títulos, entonces el valor del afecto derivado por los costes de emisión debería ser restado del valor actualizado neto de proyecto.
- Financiación especial. A veces, las oportunidades especiales de financiación están ligadas a la aceptación del proyecto. En estos casos, se calcula el valor del efecto derivado por las oportunidades de financiación y se añaden al valor actualizado neto de proyecto.
- Ahorros fiscales por intereses. Los intereses de la deuda son gastos fiscales deducibles. Ahora la mayoría de los expertos cree que los ahorros fiscales por intereses contribuyen al valor de la empresa. Así, un proyecto que hace la empresa endeudarse más generará un valor adicional para la empresa.

Desde la relación entre inversión y financiación, podemos concluir que la financiación es la base de las actividades económicas de una empresa, y determina la realización

de la función financiera de la empresa. A través del efecto sobre la inversión, la financiación afecta indirectamente a la suma y la resta del valor de la empresa.

## **2.3 Dos ideas básicas sobre la financiación empresarial: valor y riesgo**

Hemos dicho que el objeto de las finanzas empresariales es el movimiento de los capitales empresariales. En el proceso del movimiento de capitales, los valores de los capitales en los diferentes puntos del proceso no son iguales. Es decir, para los capitales, hay un valor temporal a lo largo de sus movimientos. Al mismo tiempo, el saldo entre los cobros y los pagos de los capitales no es cierto. Por eso, en el movimiento de los capitales, existen riesgos. De ahí que, en las actividades financieras se debe establecer las ideas de valor y de riesgo.

### **1) La idea del valor temporal de capitales**

A lo largo de la actividad económica, el valor económico de los capitales es diferente. Los capitales invertidos en la circulación económica, como los capitales gestionados, realizan el aumento de valor en el proceso de circulación productiva de la empresa. Cuantas más veces participen los capitales en la circulación, mayores serán los incrementos de valor registrados. Por eso, la premisa para la realización de la suma de los valores es la participación en la circulación del valor empresarial. El origen del incremento de valor es la suma de los valores en el proceso de circulación del valor empresarial. De ahí, podemos definir que el valor temporal de los capitales es el incremento del valor después del proceso de inversión y reinversión en algunos plazos.

El valor temporal de los capitales sólo considera el factor de tiempo sin valorar el riesgo. Por eso, el valor temporal de capitales es función del tiempo. Desde el punto de vista del volumen del valor, aunque para diversas empresas los niveles de incremento de valor no son iguales en el proceso de circulación de valor empresarial, la competencia en el mercado hace los niveles de incremento de valor en cada empresa estar en medio. Por lo tanto, el valor temporal de los capitales está demostrado por el nivel medio del aumento de valor en la sociedad. Que, a su vez, se demuestra por el aumento del valor de los capitales. En la actualidad, se suele expresar el valor temporal de los capitales por un número relativo, es decir, por el porcentaje entre el volumen incrementado del valor y el volumen invertido de los capitales. Según los análisis anteriores, desde el punto de vista de volumen, el número relativo del valor temporal de capitales es, justamente, el ratio de beneficio medio de la sociedad. El valor temporal de capitales presenta dos



formas: el valor actual y el valor futuro. El valor futuro es el valor de ciertos capitales en un momento futuro a un cierto tipo de interés. El valor actual es el valor de ciertos capitales en un momento actual a un cierto tipo de interés.

El valor temporal de los capitales requiere que en la administración financiera deban tener la idea de valor en el tiempo. Esta idea es la base de la decisión científica de financiación e inversión.

## 2) La idea del riesgo

El riesgo existe en cualquier actividad económica. En la actividad financiera de la empresa también hay riesgo. Por eso, la empresa tiene que establecer la idea de riesgo, estudiar y controlar el riesgo para asegurar la realización del objeto empresarial.

Generalmente, el riesgo es el elemento de incertidumbre asumido por un agente económico en sus decisiones. Es decir, el riesgo se refiere a la posibilidad de desviación entre la previsión que se toma como base de decisión y la realidad objetiva. En la actividad económica, el riesgo tiene carácter objetivo, incierto, relativo, perdido y beneficiado.

El riesgo no es completamente la incertidumbre. La diferencia entre riesgo e incertidumbre radica en que el primero es mensurable a través de métodos para el cálculo de sus probabilidades, mientras que en la segunda, la distribución de probabilidades no es conocida.

Se distinguen varios tipos de riesgo: riesgo económico, riesgo financiero, riesgo de cambio, riesgo de interés, etc. Desde el punto de vista de la empresa, se pueden clasificar los riesgos en los riesgos de gestión y los riesgos de financiación.

- El riesgo de gestión se refiere a los riesgos derivados de la incertidumbre en la gestión productiva. El riesgo de gestión se manifiesta por la incertidumbre de beneficio antes de impuesto.
- El riesgo de financiación es el riesgo generado al prestar. Este riesgo se manifiesta de dos formas: el riesgo de amortización y el riesgo de apalancamiento financiero.
- El riesgo de amortización se refiere a la posibilidad de influir negativamente en el caso de que la empresa no pueda amortizar completamente los préstamos y pagar los intereses en el tiempo prefijado. Ya sabemos que el préstamo de la empresa es un tipo de préstamo sobre la base del crédito. La empresa no sólo tiene que

devolver los préstamos sino también debe pagar todos los intereses a tiempo. Si no se cumple, los prestamistas van a ejercer el derecho de control del prestamista. De ahí que, la empresa va a sufrir la amenaza de un proceso judicial y de bancarrota.

- El riesgo de apalancamiento financiero se refiere a la probabilidad de una influencia negativa en los beneficios de los accionistas por la utilización del apalancamiento financiero. El interés de los préstamos empresariales generalmente está prefijado y se paga antes de impuestos. Cuando el beneficio antes de impuestos es bajo, la empresa tiene que pagar los intereses prefijados a los prestamistas. Así, el beneficio de los accionistas se reduce y genera una influencia negativa en los accionistas. Esta influencia negativa es el riesgo de apalancamiento financiero.

Más tarde, en los capítulos siguientes, se van a analizar el riesgo de financiación especialmente y detalladamente.

# **CAPÍTULO 3: La política de la financiación empresarial**

## **3.1 Concepto de política de la financiación empresarial**

Actualmente, en el campo académico, los conocimientos sobre la política de la financiación no son muy claros. Generalmente, se confunde la política de la financiación con el sistema de la financiación. Aunque la política de la financiación y el sistema de la financiación tienen algunos contenidos iguales, los dos no son los mismos. La política de la financiación es el planteamiento sobre una serie de políticas para captar capitales y utilizarlos en cierto sistema económico. El contenido de la política es más amplio que el de sistema.

El núcleo de la política es cómo se captan y asignan los capitales resolviendo el problema de la formación de capitales en el desarrollo económico de un país. Definir la categoría de la política de financiación no es una tarea fácil. Aquí intentamos definirlo científicamente. Tomando el concepto de financiación como base, podemos concluir que la política de la financiación son las reglas administrativas para realizar la transformación del ahorro nacional en inversión social. El objeto de la política es la promoción del desarrollo económico. Concretamente, la política refiere a los canales y los modelos de captación y asignación de capitales. El establecimiento y el funcionamiento de la política son el reflejo sintético del sistema económico, la política financiera, la política de administración empresarial, la relación entre empresas y bancos, el desarrollo económico, etc.

Desde el punto de vista de la naturaleza de la política, la política de financiación pertenece al campo de política económica. En la política de economía de mercado, la política de financiación toma el mercado como núcleo para asignar recursos financieros. Así, se puede captar capitales con eficacia y aumentar la eficiencia de utilización de los mismos.

La política de financiación tiene un significado muy importante sobre el desarrollo económico. Con una política adecuada y científica puede promover el desarrollo de economía nacional. Concretamente, una buena política de financiación puede utilizar los ahorros ciudadanos con la máxima probabilidad. El fortalecimiento del ahorro de capitales en el desarrollo económico es la premisa imprescindible del aumento económico en un país. Hasta el fin del año 2010, en China, había a próximamente 20 billones de Yuanes (1 Euro  $\approx$  8.8 Yuanes) de ahorro ciudadano. Éstos son potenciales capitales sociales. El cambio de estos capitales a los capitales sociales actuales es la clave del desarrollo de la economía. Aún más, este cambio se realiza justamente a través de la política de financiación. Una buena política de financiación no sólo puede

promover dicho cambio sino también puede aumentar la eficiencia de la asignación de capitales e impulsar el ajuste de la estructura económica. En China, con la política adecuada se puede profundizar la reforma de las empresas nacionales y promover el desarrollo de mercado de capitales.

### **3.2 Las dos políticas típicas en el mundo**

Actualmente, hay dos tipos generales de política de financiación en el mundo. El primero pone mucho énfasis en el mercado de capitales y en la operación de política de financiación. Para este tipo, los casos de Inglaterra y Estados Unidos son los más representativos. El segundo, toma la banca como núcleo de la política de financiación. Los representantes de este tipo son los casos de Japón y Alemania. Cuál de los dos es el más eficiente, siempre es el foco de discusión dentro del campo académico. Después de la segunda guerra, el aumento de economía de Japón y Alemania se produce con mucha fuerza. Éste manifestó que, en las condiciones incompletas de las circunstancias de legislación y de mercado, la política de financiación, tomando la banca como núcleo, puede resolver los problemas de escasez de información y de incompletitud de mercado para captar recursos financieros con más probabilidades, promoviendo la formación de capitales y el aumento de economía con mucha rapidez. Pero en la crisis financiera de Asia, en el año 1997, especialmente en la crisis financiera de Japón y Korea, las desventajas de la política que presta mucha atención a la banca aparecen manifiestamente. Por eso, hay que reflexionar sobre si la política otra vez, y las causas profundas de la crisis están provocadas justamente por la política. En esta política, la relación entre empresas y bancos, que está dirigida principalmente por el gobierno, es extremadamente íntima. Las empresas dependen cada día más de los bancos y así, el sistema financiero se debilita por ser poco eficaz. En comparación con esta política, las políticas de financiación de Inglaterra y los Estados Unidos ponen mayor énfasis en el mercado de capitales y sus operaciones parecen más eficientes en un escenario como el actual, de internacionalización y liberalización financiera.

De ahí, podemos deducir que, a un continuo cambio de las circunstancias, le corresponde un continuo desarrollo y cambio de la política de financiación. Cada política afecta de distinta forma a la operación del sistema financiero y por eso, es necesario investigar estas dos políticas mediante la comparación de sus composiciones y los resultados que producen. Para el resto de los países, y en especial para China, esta investigación tiene en la actualidad gran importancia a la hora de ajustar o seleccionar su política de financiación.

### **3.2.1 Análisis sobre mecanismos de composición de las dos políticas de financiación**

Según el grado de desarrollo económico alcanzado en cada país y los distintos planteamientos de las políticas, en diferentes países, las funciones de las finanzas en sus economías serán distintas y de ahí, hay muchas diferencias entre las características de formación de las políticas.

Inglaterra y los Estados Unidos son dos ejemplos típicos de economía de mercado libre. Estos países cuentan con los sistemas financieros modernos y sus desarrollos han llegado a una etapa de madurez. En Inglaterra, en el siglo XVI aparecieron las primeras formas de sociedades anónimas y de mercado de capitales. Durante la revolución industrial del siglo XVII, la bolsa de valores de Londres suministraba apoyo de financiación a la construcción del ferrocarril y otras nuevas industrias. En el siglo XVIII, la economía de mercado se desarrolló rápidamente y el capitalismo creció suficientemente. En Inglaterra, las gestiones financieras tienen una división muy estricta. La definición y la clasificación de los institutos de intermediario financiero están más estrictas y minuciosas. Según los caracteres de las gestiones financieras, se clasifican los intermediarios en intermediarios bancarios e intermediarios no bancarios. Los intermediarios bancarios generalmente aceptan ahorros y actúan como intermediarios de cambio en la asignación de la liquidez. Los intermediarios no bancarios dirigen el flujo de los ahorros de los ciudadanos hacia la inversión, promoviendo la formación de capitales sociales.

En los Estados Unidos, el sistema financiero paso por un proceso de cambio consistente en dejar de tomar a la banca como núcleo del mismo para ceder el protagonismo al mercado de capitales. Con anterioridad al año 1864, se gestionaba un sistema de finanzas libre. Los bancos comerciales tenían una posición muy importante en la formación de capitales y en la financiación empresarial. En el año 1864, la Ley de Bancos se ponía límite a los préstamos. En el año 1933, la Nueva Ley de Bancos estableció la separación entre la gestión de banco y la gestión de valores, al prohibir que los bancos comerciales poseyeran las acciones de las empresas y se dedicaran a su compraventa. La función de financiación de los bancos comerciales se sustituyó por el mercado de valores. La característica principal de la política de financiación encabezada por el mercado de capitales es la posición primaria del mercado de capitales dentro del sistema de financiación. Desde el punto de vista de las herramientas financieras del mercado, la financiación por acciones, en Inglaterra y los Estados Unidos, ocupa en porcentaje el 50% de la financiación externa a largo plazo. De ahí que, la banca ocupe una posición secundaria en los servicios de financiación. En consecuencia, la proporción de capital de los bancos es menor. En los Estados Unidos, la tendencia a diversificar los institutos de intermediarios financieros, que comenzó a partir de 1930, debilitó la posición de los bancos en el mercado de

capitales. En el año 1994, el capital de los bancos en los Estados Unidos suponía el 23% del volumen total del capital financiero. En Japón y Alemania, el capital bancario representa el 79% y 77% del volumen total del capital.

La legislación financiera es la señal principal de la administración del gobierno sobre el mercado financiero con el contexto de madurez del desarrollo del mercado. La característica común de la administración financiera en Inglaterra y los Estados Unidos es el mantenimiento de seguridad en el proceso financiero. La seguridad puede ayudar a conseguir que se establezca un equilibrio entre los precios y el capital para así crear entorno favorable al desarrollo económico. En esta política de financiación, las actividades de financiación restringidas por leyes y reglamentos normalizados, se realizan según el mecanismo del mercado.

Desde el punto de vista del proceso de formación de capitales, las diferencias entre las políticas de financiación que hay en el mundo, son el resultado de interacciones de factores tales como la sociedad, la política, la economía y la historia en los distintos países. Desde el punto de vista del desarrollo en un país y la correspondencia de su modelo de la política de financiación, lo más importante en la formación de política de financiación radica en el nivel de participación del gobierno en la administración económica, la inspección del mercado financiero, el nivel de madurez del mecanismo del mercado y las circunstancias económicas.

Tanto en la política que toma el mercado de capitales como eje central, como en el que considera al banco como núcleo, los niveles de participación del gobierno en la economía son distintos. La política que sitúa al banco en una posición principal no es debido a las fuerzas del mercado sino que es debida a que se elige la participación del gobierno en la economía para conseguir un desarrollo rápido de la economía. En países como Japón, Alemania, Corea del sur etc., que se desarrollaron muy rápidamente después de la segunda guerra mundial, el desarrollo económico no sólo necesita que el gobierno diseñe una política de protección para reforzar la industria nacional, sino también requiere que el gobierno pueda concentrar los capitales preciosos para apoyar el desarrollo industrial y el ajuste de la estructura económica. En realidad, en estos países, el gobierno tenía una función de asignación de los recursos de capital. En el proceso de asignación, se crearon bancos especiales y se desarrolló la financiación indirecta que necesitaba al banco como intermediario. En el campo de la política financiera, se promovía que los intermediarios invirtiesen en las nuevas industrias mediante el suministro de préstamos a un interés preferencial, a la vez que se inspeccionaba estrictamente el mercado financiero. Así, el precio de los capitales para los préstamos es más bajo que el precio medio en el mercado. Por medio de un control sobre la emisión de acciones y obligaciones, se materializa el control fuerte a la banca sobre los recursos financieros y así se consigue que la banca pase a ser el canal principal de trasvase de ahorros hacia la inversión. El resultado de estas medidas trae la concentración de los principales recursos financieros en la sociedad para cumplir la estrategia económica.

En este tipo de política, Alemania es el país que más destaca. El gobierno alemán permitió y promovió el desarrollo del banco con funciones complejas. Se admitía que un banco se dedicase al préstamo comercial y la inversión en valores. En el campo de la inversión en valores, no se limitó el porcentaje de las acciones en poder de bancos y se otorgó al banco derecho de voto como accionista. Así, se afianzó el control de los bancos sobre las empresas. Según datos estadísticos, en Alemania, los tres bancos más grandes controlan 57% de las acciones de 55 de las 100 empresas más importantes del país.

Mientras que en Inglaterra y los Estados Unidos, sus mercados de capital son más maduros. El proceso de desarrollo económico casi no tiene la participación del gobierno. Su desarrollo depende principalmente de la inversión empresarial y las inversiones de riesgo. El origen de la financiación empresarial está en los capitales a plazo largo y los capitales de riesgo que vienen principalmente del ahorro del capital propio (beneficios y amortizaciones) de la empresa. También hay algunos capitales a plazo largo y de riesgo que proceden del mercado de capitales. En el origen de los capitales, el banco sólo ofrece el capital a corto plazo y presta poco capital a plazo largo. En estos países, la formación de la política de financiación es el resultado del desarrollo de mercado y de la gestión de mercado.

Debido a la participación del gobierno en la economía y a la inspección del gobierno sobre el mercado financiero, el desarrollo de los mercados de capitales en cada país es diferente. En la política de financiación que toma al mercado de capitales como núcleo, la formación de capitales se materializa sobre la base del mercado. Con la libre competencia del mercado, el precio y la asignación de recursos financieros no se decide por medio de un contrato sino por el funcionamiento del mercado. En este caso, el banco sólo posee pocas acciones empresariales y la capacidad de censura del banco sobre la empresa es muy limitada. En este tipo de política gobernada por las leyes de mercados muy desarrollados, las inspecciones exteriores de la empresa se realizan por los intermediarios del mercado, los institutos de información, los institutos de legislación y compañías especiales de distintos campos. En esta política, no existe entre el banco y la empresa, una relación muy estrecha. Ambos mantienen una relación distante. Por eso, se puede denominar esta relación de financiación como financiación a distancia. En la gestión de esta política, diversos intermediarios practican una intensa competencia en el mercado. Así, se promueve la creación financiera y la transparencia de mercado. Esta situación es favorable a la financiación directa de las empresas y los inversionistas. En comparación con Inglaterra y los Estados Unidos, el mercado alemán no está desarrollado. La base de la política financiera es la financiación indirecta. Durante la época de la reconstrucción tras la segunda guerra mundial, los bancos suministraban activos circulantes o préstamos a plazo medio y largo a las empresas y compraban obligaciones empresariales o valores de riesgo, formando así el sistema financiero. De ahí que, el banco pasó a ser núcleo del sistema de financiación. Debido a que la ley restringió la materialización de

financiación empresarial sin los bancos, las actividades de financiación empresarial dependían altamente de la banca. En este tipo de política de financiación, la inspección financiera tiene un intenso carácter administrativo. En esta política, bancos y empresas a través de la financiación y del mantenimiento de acciones, establecen una relación especial y estable. Esta relación está formada por la posesión recíproca de acciones entre personas jurídicas, donde el banco es el núcleo de esa relación. Este tipo de financiación impide poderosamente el desarrollo del mercado financiero. Algunas desventajas de esta política de financiación, tales como la información asimétrica, la monopolización del control por grandes accionistas, etc., no es favorable a la financiación directa en el mercado de capitales.

El nivel de desarrollo del mercado financiero, especialmente del mercado de capitales, afecta directamente a la selección de la política de financiación. El tipo de política de financiación que se consiga dependerá, en mayor grado, de la selección natural del mercado. En esta selección, los costes de negociación son el factor decisivo que determina que la asignación de los recursos financieros se realiza por la política que toma el banco como núcleo o por la política gobernada por el mercado. Para las actividades de financiación, los costes de negociación se manifiestan principalmente por el coste de obtención de información, el coste de inspección y la pérdida de beneficio. En condiciones de información completa, se pueden evitar algunos costes y muchas pérdidas. Aunque para la obtención de información, que es un tipo de mercancía rara, hay que asumir cierto coste a pesar de no poder lograr información completa. En el mercado de préstamos, los inversionistas (o acreedores), debido a la falta de suficientes conocimientos acerca de los riesgos, siempre están en una situación desfavorable y se generan costes o pérdidas con origen en la información. La negociación en sí misma también alberga algunas situaciones de incertidumbre y en consecuencia, generan el coste de negociación. Debido a la existencia de incertidumbre en la financiación, los intermediarios financieros tienen que inspeccionar los deudores sobre sus negociaciones y sus operaciones de capital. Todos estos necesitan costes. Si se incurre en infracciones durante el proceso de financiación, hay que resumir algunos costes legales. Para las empresas, la obtención de préstamos necesita negociar con los intermediarios y hay que atender gastos para dichas negociaciones. Por eso, los costes de las actividades de financiación son el factor decisivo para determinar que la financiación empresarial se realiza por la emisión de acciones o por los préstamos de banco.

Tras la segunda guerra mundial, en los países en fase de reconstrucción, las leyes económicas, las normas de negociación y los sistemas de inspección no estaban completamente establecidos y por eso, la política de financiación indirecta, que toma al banco como eje principal, es la única opción. Generalmente, los mecanismos del mercado no están completos todo el tiempo. Las acciones de administración del gobierno sobre la economía es un tipo de promoción de las funciones del mercado. Estas acciones pueden reparar las deficiencias del mercado y aumentar su eficiencia. Por eso, los problemas como el exceso de competencia y la falta de información en el



mercado, pueden verse reducidos en esta política. Por el contrario, en la política de financiación directa, la obtención de información y la inspección se realizan principalmente por el mecanismo de un mercado maduro. Así, se pueden reducir costes y generar una relación distante entre bancos y empresas. En un mercado desarrollado de capitales y en un sistema maduro de banca comercial, las empresas pueden utilizar la financiación directa y la financiación indirecta al mismo tiempo. En la política de financiación directa, el banco no se implica en la administración y la gestión de la empresa y la inspección del banco a las empresas es menor. En este tipo de política, la financiación empresarial toma el mercado de capitales como base de financiación. Así, las empresas en gran medida, dependen mucho más del mercado de valores que del banco. Las restricciones a los gestores de las empresas a su vez, también vienen del mercado. El origen de las restricciones está en el voto de los accionistas y en la reclamación de los prestamistas en el mercado de valores.

### **3.3 La influencia de la política sobre el desarrollo económico y empresarial de China**

La política de financiación, en sí mismo, se refiere a las cuestiones relacionadas con el desarrollo económico. El significado más importante de la investigación de la política de financiación para el desarrollo económico se materializa por el efecto que la política imprime al proceso de desarrollo económico, al potenciar la capacidad de movilización de recursos financieros y la capacidad de aumentar la eficiencia en la asignación. De esta manera, la política se convierte en un factor muy importante, que puede promover u obstaculizar el desarrollo de la economía de un país.

#### **3.3.1 El significado de la política de financiación en la economía china**

En el sistema chino de economía de mercado, la creación de una categoría de política de financiación y la innovación de la política de financiación tienen las siguientes significaciones para el desarrollo económico de China.

1. Favorece que se movilice al máximo el ahorro nacional.

El capital es un factor importante que escasea en el proceso de producción social en los países en desarrollo y a la vez, también es una premisa para el crecimiento económico. El establecimiento del sistema de financiación y la amplificación de la movilización de capitales puede convertir los 20 billones de Yuanes de ahorro nacional, que es un capital en estado potencial de la sociedad, en capital real. En este cambio está la clave del desarrollo de la

economía china.

2. Favorece la mejora de la eficiencia en la asignación de recursos financieros.

En el sistema económico tradicional, los ahorradores y la inversión se unen a un nivel más alto. Esta situación motiva una asignación errónea de recursos financieros lo que causa la divergencia entre la situación de la financiación y la situación del crecimiento económico, por lo que el crecimiento económico del país se restringe. Por lo tanto, el establecimiento de una categoría de la política de financiación dentro de las condiciones de la economía de mercado de China y la amplificación de la función interna de la política de financiación para movilizar y asignar los capitales con más eficiencia son requisitos necesarios para un desarrollo económico continuado en China.

3. Es beneficioso para la optimización y el ajuste de la estructura económica.

El establecimiento de una política de financiación en la economía de mercado favorece la asignación y la re-asignación de los recursos financieros. La política podrá mejorar la configuración de la financiación entre los sectores de la producción y orientarse hacia una circulación eficaz de los recursos económicos con los mecanismos del mercado al promover la optimización de la asignación de los capitales en diversos sectores con el fin de conseguir la optimización y la modernización de la estructura económica.

4. Ayuda a profundizar en la reforma de las empresas.

La completa dependencia de las empresas de los créditos bancarios es un defecto sistemático de la política china de financiación. A través de un ajuste racional mediante la política de financiación, las empresas por una parte, pueden intensificar el uso de los fondos, mejorar su acumulación interior de capital y fortalecer la capacidad de auto-desarrollo, por otra parte, potencian las sinergias entre la financiación por acciones y la financiación por créditos además de optimizar la estructura de capital de las empresas y mejorar la gestión empresarial.

5. Es beneficioso para promover el desarrollo del mercado de capitales.

En el pasado y durante un largo período, una grave deficiencia de la política china de financiación ha sido el retraso relativo del desarrollo de mercados de capitales, lo que produjo la escasez de fondos que es justamente la causa principal para una falta general de capitales en China durante mucho tiempo. Por lo tanto, un método para resolver la escasez de capitales en China es el desarrollo enérgico del mercado de capitales que multiplique la proporción de financiación directa sobre la financiación total. A través de la innovación

de la política de financiación y el desarrollo de un mercado eficiente y profesional de capitales, se puede mejorar el sistema económico de China.

En este sentido hay que señalar que, a pesar del importante significado que tiene la política de financiación sobre el desarrollo económico de China, todavía no se ha elaborado una teoría lo relativamente madura sobre la política de financiación. En el futuro desarrollo de la economía china se plantea varias incógnitas como ¿qué tipo de modalidad de financiación se aplicará? ¿imitará los modelos de los Estados Unidos y Gran Bretaña para fomentar un mercado avanzado de capitales? o ¿emulará el modelo de Japón y Alemania al tomar el sistema bancario como el principal y el mercado de valores como complemento? Sobre estas cuestiones, no hay un acuerdo en el campo teórico. El desarrollo económico de China impone nuevas exigencias a la política de financiación. Por eso, el establecimiento de una política eficiente de financiación y la elección adecuada de una modalidad de financiación, que estén adaptados a las condiciones chinas, han sido requisitos necesarios para el desarrollo sostenible de la economía china.

Si un tipo de política o modalidad de financiación puede maximizar la eficiencia en la asignación de recursos y estabilizar el funcionamiento de la macroeconómica, entonces el cambio de la modalidad tradicional por una modalidad de economía de mercado moderna es también un proceso de la realización del sistema de economía de mercado. Sin embargo, en el proceso de transición económica, las contradicciones y fricciones entre la transformación del sistema económico y el desarrollo de la política de financiación pueden causar inevitablemente bloqueos y ciertas limitaciones al desarrollo sostenible de economía.

### **3.3.2 La contradicción entre la política y el desarrollo económico chino**

En la actualidad, las contradicciones entre la política de financiación y el desarrollo económico chino se presentan principalmente por los siguientes:

- 1, La situación de la financiación es asimétrica respecto a la situación del crecimiento económico y la asignación de recursos financieros está en un grado de eficiencia bajo.
- 2, El cambio de la política económica ha causado la contracción de la escala de financiación y ha obstruido la economía en alguna medida.

- 3, En la política de financiación también hay algunos defectos intrínsecos que afectan al desarrollo sostenible de la economía nacional.

Aunque en los últimos 10 años, otras instituciones financieras chinas han conseguido un cierto grado de desarrollo, el sistema bancario todavía ocupa una posición absolutamente principal en el sistema financiero. Según la estadística de la Comisión China de Regulación Bancaria, hasta el final de 2007, había un total de 8.877 instituciones corporativas de diversos tipos en la banca de China y con una red de 190.000 puntos de gestión. La cantidad total de los activos en las instituciones financieras de la banca es de 52,6 billones Yuanes, lo que representa más del 90% de los activos totales, que están disponibles en las instituciones financieras de China, siendo el componente más importante del sistema financiero en China. Hasta el final de diciembre de 2007, el balance de diversos préstamos del sector bancario era de 26.17 billones de Yuanes. En el mismo año, el PIB de China fue de 24.96 billones de Yuanes. Por eso, el balance de los préstamos del sector bancario es 104,85% del PIB de China. Mientras que el valor de mercado de los valores sólo es el 39% del PIB. Por el contrario, en los Estados Unidos, el valor de los préstamos bancarios representaron alrededor del 46% del PIB, y la proporción del valor de mercado de valores sobre el PIB es tan alto como el 129% del PIB. Incluso, en comparación con los mercados emergentes (las proporciones del valor de los préstamos bancarios y del valor de mercado de valores en el PIB son respectivamente 65% y 61%), el valor del mercado chino de valores es bajo y el valor de los préstamos bancarios es demasiado alto. Como resultado, el sistema financiero en China es el modelo típico en el que el sector bancario ocupa una posición preponderante.

En comparación con el pasado, China ha establecido una política de financiación con diversificación y competición. Sin embargo, la política actual de financiación no ha conseguido completamente una gestión con orientación al mercado ni es eficiente. El modelo actual de financiación en China con orientación de economía estatal, no se corresponde estrictamente con la situación del crecimiento económico. Este tipo de desproporción se manifiesta principalmente en que la asignación de los recursos financieros no se realiza en conformidad con el principio de orientación al mercado. Ahora, la economía estatal todavía está sobreponderada en la financiación china con diversificación y es el objeto principal y prioritario de las instituciones financieras, excluyendo la mayoría de las economías no estatales del mercado formal. Desde el punto de vista del actual crecimiento económico, las contribuciones de la economía estatal es de 1 / 3 y las no estatales contribuyeron en 2 / 3. Según la investigación, para las PYMES chinas, el 36,01 por ciento consideran que no cuenta con canales de financiación estables, y estas empresas son básicamente privadas. Por eso, desde el punto de vista de la situación actual de financiación de las empresas privadas, su desarrollo se realizaba dependiendo más de sus fondos propios.

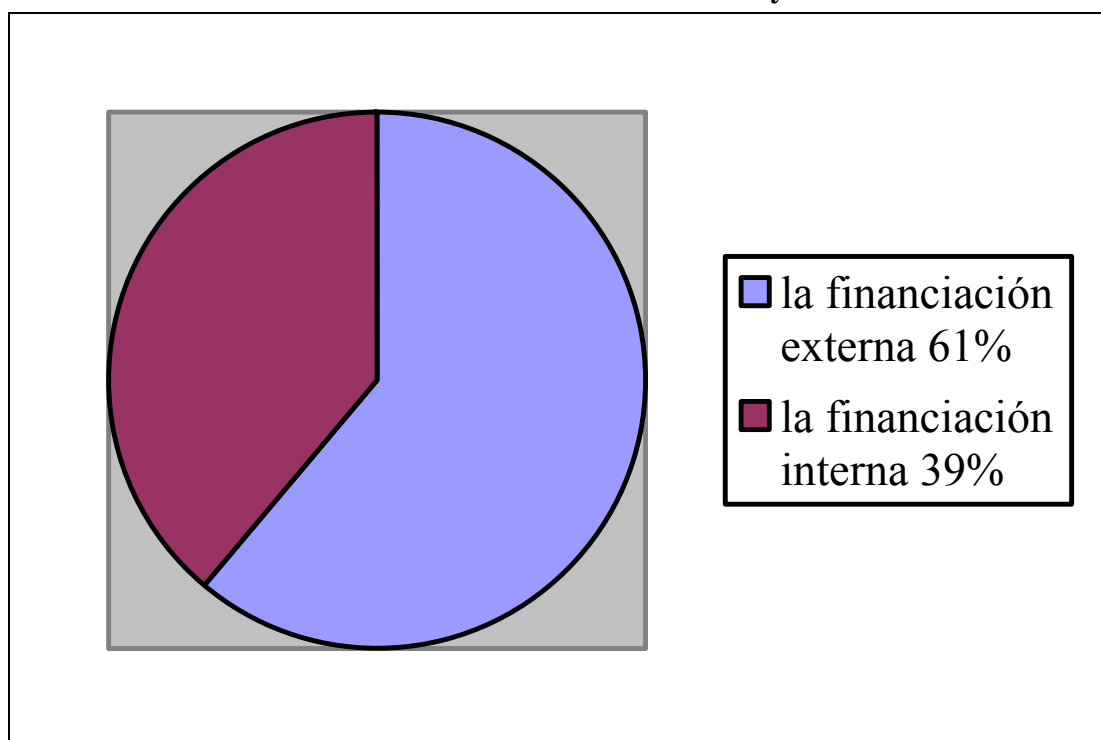
En la situación actual, las empresas chinas se dividen en tres grandes categorías: Empresas que cotizan en bolsa (incluyen las de propiedad estatal y las de propiedad

privada); Empresas de propiedad estatal que no cotizan en bolsa; Empresas de propiedad privada que no cotizan en bolsa.

1. En la estructura de financiación de empresas chinas que cotizan en bolsa: la proporción de autofinanciación es menor y dentro de la financiación externa, las preferencias de financiación por acción son claras.

En estas empresas la proporción entre los activos y pasivos es baja. En particular, la proporción de la deuda a largo plazo es muy pequeña y las empresas prefieren de manera significativa a la financiación por acciones. En la actualidad, el orden general de las formas de ejecución de la financiación por las empresas cotizadas de China es siguiente: la financiación con acciones, con deudas a corto plazo y con deudas a largo plazo. Un grupo de trabajo del Instituto de Economía y Finanzas de la Universidad de Hong Kong (2001) a través de una investigación especial concluyó que las características de la estructura de capitales de las empresas chinas que cotizan en bolsa son las siguientes: la proporción de intereses de los propietarios en la estructura es alta, pasando del 50%. (Los intereses de los propietarios en una empresa son los resultados restantes de los activos después de deducir el pasivo). Por consiguiente, el endeudamiento a largo plazo es bajo, mientras que en los países industriales del G8, la proporción de intereses de los propietarios es menor, inferior al 42%. El segundo es la preferencia de la financiación por acciones. Las empresas chinas que cotizan

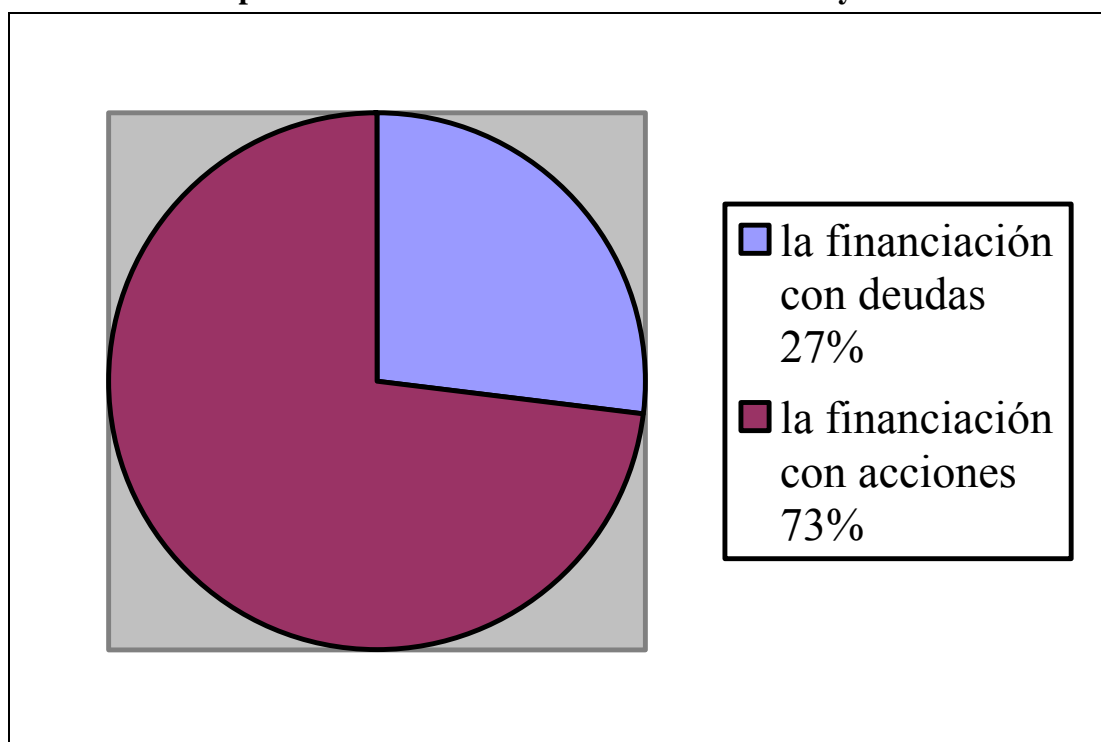
**Gráfico 3.1 Las proporciones de financiación interna y externa de las empresas cotizadas de China entre el año 1998 y 2000**



Fuente: Elaboración propia

en bolsa dependen más de la financiación externa en comparación con la mayoría empresas de los países del G-8. La proporción ponderada de financiación externa en China es del 61% (gráfico 3,1), más alta que la proporción de Japón (56%) que es lo más alto en G-8. Además, en la financiación externa de las empresas chinas que cotizan en bolsa, en lugar de la financiación con deuda, se pone más énfasis en la financiación con acciones que representa el 73% de la financiación externa entre el año 1998 y 2000.

**Gráfico 3.2 las proporciones de financiación con deudas y acciones de las empresas cotizadas de China entre el año 1998 y 2000**



Fuente: Elaboración propia

En los años recientes, la situación que las empresas cotizadas de china prefieren la financiación externa y la financiación con acciones todavía no ha cambiada. Según los datos estadísticos de la bolsa Shanghái, entre el año 2007 y 2011, las proporciones de financiación interna de las empresas cotizadas en esta bolsa eran generalmente muy bajas. Todos no sobrepasaban el 15%. De acuerdo con la tabla 3,3, además de la proporción de financiación interna muy baja, la proporción de los pasivos corrientes se mantenía en torno al 60 % y era más alto que la proporción de pasivos a largo plazo en todos los endeudamientos. Estos manifiestan que la preferencia de financiación de las empresas cotizadas de china todavía es fuerte.

2. Para las empresas chinas que no cotizan en bolsa: la proporción de

financiación interna es baja y la proporción de los préstamos bancarios es demasiado alta.

**Tabla 3.3 La tabla estadística de la estructura de las sociedades cotizadas de China**

Año	La proporción de financiación interna	El tipo de activos y pasivos	El porcentaje de pasivo corriente	El porcentaje de deuda a largo plazo
2007	11,61	41,89	64,24	35,76
2008	12,19	41,97	61,57	38,43
2009	8,49	47,54	58,79	41,21
2010	9,63	51,47	65,45	34,55
2011	10,72	48,35	66,21	33,79

Fuente: La Comisión Reguladora China de Valores (2012)

Algunas empresas de este tipo, especialmente las PYMES de propiedad estatal, tienen menos beneficios, causando que no se puedan financiar con capital interno. Bajo la premisa de que el mercado chino de capitales no es avanzado y los instrumentos financieros que pueden conseguir son menos, los préstamos bancarios casi son el único canal de financiación para estas empresas. Algunos datos muestran que, desde enero a septiembre del año 2008, el tipo de los activos y los pasivos en las empresas estatales y las empresas controladas por el Estado fue del 57,7 por ciento. Y la capacidad de solvencia a corto plazo empeoraba continuamente. Por eso, la fuente de capital sostenible está bloqueada.

3. Las empresas privadas que no cotizan en bolsa dependen en gran medida de los canales de financiación interna.

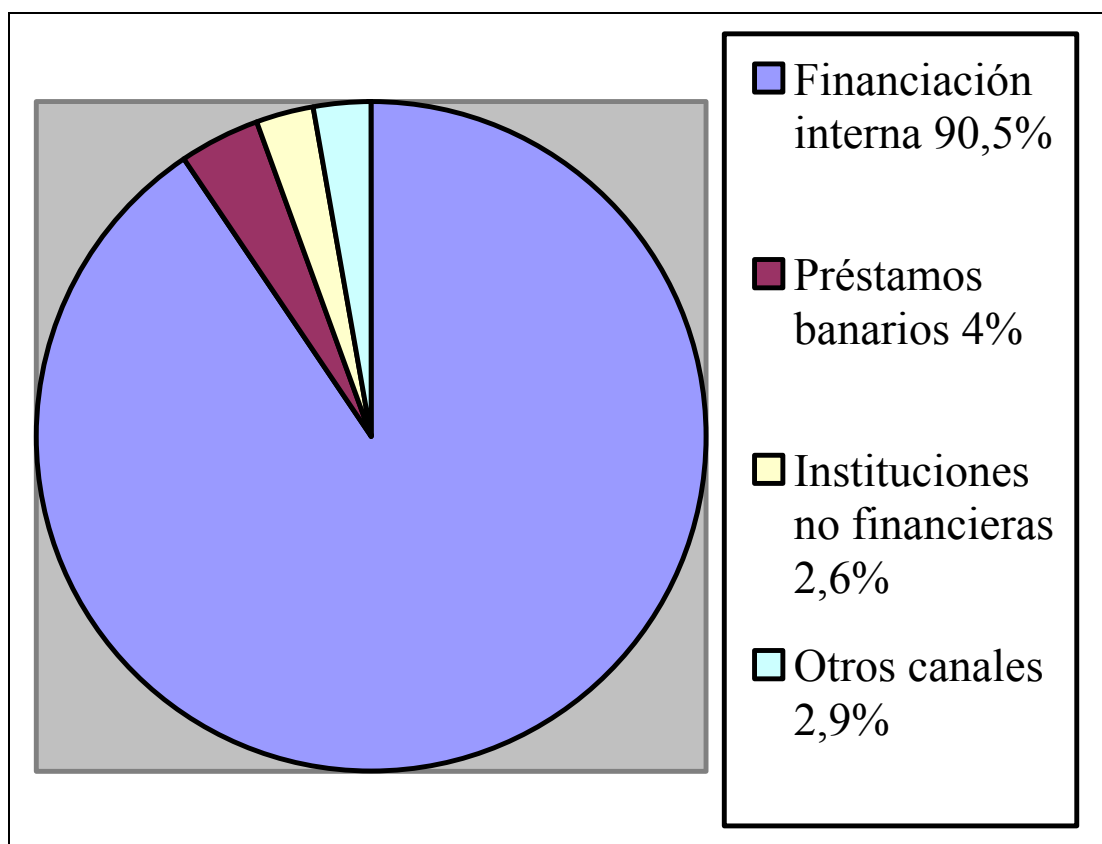
Después de la reforma de la política de propiedad de empresas, las empresas privadas que están en período de rápido crecimiento tienen una demanda muy fuerte de financiación. Sin embargo, debido a las restricciones de los factores de la política financiera, las empresas privadas sufren limitaciones financieras muy graves.

Además de existir un reducido número de empresas privadas con fuerte competitividad y mejor prestigio, muchas pequeñas y medianas empresas privadas en China no pueden conseguir una situación optimista de financiación como las anteriores. Éstas no sólo son objetivo preferido de los bancos, sino también tienen muchas oportunidades de financiación en el mercado de valores.

Según la encuesta, dentro de las principales fuentes de capital de las pequeñas y medianas empresas privadas, la proporción media de

financiación interna es del 90,5 por ciento y los préstamos bancarios representaron el 4,0 por ciento; las financiaciones de instituciones no financieras es el 2,6 por ciento; las financiación de otros canales es 2,9% (gráfico 3.4). En la actualidad, en todas las 1.400 empresas que cotizan en el mercado chino de valores, las empresas privadas representan sólo alrededor del 7%. Por lo tanto, tanto en el período de puesta en marcha, como en el período de desarrollo, las empresas privadas dependen en gran medida de la auto-financiación.

**Gráfico 3.4 Las proporciones de principales fuentes de capital de las pequeñas y medianas empresas privadas de China**



Fuente: Elaboración propia

En la actual gestión económica, existen préstamos privados para muchas áreas de la economía desarrollada en China. Muchas pequeñas y medianas empresas privadas, así como el desarrollo económico de algunas zonas, realizan una financiación dependiendo de este tipo de préstamos. Ésto también es la causa importante del desarrollo rápido y sano de las pequeñas y medianas empresas con una situación en la que faltan canales de financiación exterior en estas zonas.

A pesar de que la financiación privada puede funcionar a cierta escala en la etapa de establecimiento y de desarrollo de una empresa privada en China, es difícil que se convierta en el principal canal de financiación para el ulterior desarrollo empresarial.



Como los bancos chinos desempeñan un papel bastante pequeño dentro de la financiación de las empresas privadas, la financiación para estas empresas todavía es un problema importante, sin que haya una forma de solucionarlo.

### **3.3.3 Restricción de la política sobre la estructura de financiación empresarial**

#### **1. Tendencia a rechazar la economía privada.**

Desde el punto de vista de la función del sistema financiero, el sistema de financiación en la actualidad es principalmente una herramienta especial para suministrar recursos financieros a las empresas estatales. Desde el punto de vista de la financiación indirecta, los intermediarios de las ciudades grandes o medianas tienen una cierta preferencia a prestar capitales a empresas estatales, y los institutos de los lugares más pequeños toman las empresas medianas y pequeñas del estado como principal objeto de apoyo. Así pues, a las empresas privadas les faltan canales de financiación para la financiación directa.

El primer objetivo de cualquier establecimiento del mercado bursátil es apoyar la cotización de las empresas estatales, aumentando los canales de financiación exterior. En el mercado chino, la intervención del gobierno es más profunda. El poder ejecutivo y los mecanismos de la administración intervienen en el mercado a gran escala, e incluso dominan la gestión. Así, se limita la afluencia de empresas privadas al mercado de capitales en busca de capital.

#### **2. Las deficiencias institucionales del mercado chino de capitales. Habría dos principales:**

- (a) El desarrollo no equilibrado del mercado de capitales. En el mercado de capitales, hay algunas características de desequilibrio estructural. Estas características se muestran por los siguientes contenidos: el mercado bursátil es potente mientras que, el mercado de obligación es débil. La cuantía de la deuda pública es grande, y la magnitud de deuda empresarial es pequeña. En China, el desarrollo del mercado bursátil comparado con el mercado de obligaciones no es equilibrado. Según las estadísticas, el mercado chino de acciones prestó financiación por 339,6 mil millones en el año 2008. En el mismo año, las obligaciones empresariales emitidas fueron de 254,88 mil millones. En los países avanzados, la proporción de financiación con obligaciones es mayor que con acciones. Por otro lado, las obligaciones empresariales ocupan

una pequeña proporción en el mercado total de obligaciones. En 2008, la cuantía de las obligaciones nacionales era de 861,5 mil millones y la cantidad de las obligaciones empresariales era de 254,88 mil millones, casi un cuarto de las nacionales. Con estos datos, se demuestra que existe un desequilibrio estructural en el mercado de capitales, lo que impide al mercado de capitales un funcionamiento que optimice los recursos financieros. Mientras que esto sea así, no se podrá resolver el problema de la financiación a largo plazo en las empresas y se concentrará excesivamente el riesgo en el mercado bursátil.

- (b) Aunque el desarrollo del mercado chino de capitales ha alcanzado mayor éxito y ha formado iniciativamente un sistema de mercados con multi-niveles, no se puede satisfacer eficazmente la necesidad actual de inversión diversificada y la demanda de admisión de riesgo. Ahora, en China, se ha establecido un mercado de empresas en crecimiento similar al Nasdaq de Estados Unidos y la exploración del sistema de mercado con multi-niveles va a aumentar la eficiencia de la asignación de capitales tanto para los inversores como para las empresas que piden financiación. Éste es un buen comienzo. Con los mercados con multi-niveles, no sólo se puede promover el establecimiento y el desarrollo de las PYMES, sino también se puede dispersar el riesgo de la banca y de la economía nacional. Pero el mercado chino con multi-niveles todavía está en la etapa de iniciación, las empresas, especialmente las PYMES, encuentran muchas dificultades por causas de políticas para cotizar sus acciones en bolsa.

### 3. Las restricciones de los mecanismos del crédito en los bancos estatales

En años recientes, los bancos estatales han establecido un sistema de centralización de aprobación de préstamos. Por eso, la facultad para aprobar préstamos se centraliza en instancias superiores y los responsables de nivel inferior tienen facultades restringidas. Para préstamos de gran volumen, ellos sólo tienen facultad de gestionarlos. Además, los bancos comerciales en general han adoptado un sistema por el que los gestores son responsables durante toda la vida del préstamo para evitar hacer malos préstamos. Bajo estas condiciones, los bancos suelen hacer los préstamos con mucha cautela, lo que aumenta la dificultad de financiación de las empresas que no cuentan con suficientes canales para financiarse.

### **3.3.4 La propuesta de reforma de la política financiera para optimizar la estructura de la financiación empresarial**

Una estructura óptima de financiación empresarial debe mantener la suficiente variabilidad para optimizarse a sí misma con la evolución del entorno económico y el cambio de las condiciones de la empresa. A medida que el mercado chino de finanzas se desarrolla y se mejora continuamente, el rumbo que tomará la evolución de la estructura de la financiación empresarial será seguramente en dirección a la financiación interna como objetivo principal (la mejora de la capacidad de auto-acumulación puede reducir el riesgo y los costes de financiación), y a la financiación externa como complementario. En la financiación externa, el porcentaje de financiación de los bancos se deberá de reducir y la financiación por valores deberá aumentar gradualmente hasta ser la modalidad principal. Al mismo tiempo, en la financiación por valores, la importancia de la financiación por obligaciones, deberá ser mayor que la financiación por acciones. Con la materialización de estas propuestas, en la financiación empresarial se va a formar una situación de diversificación.

Desde un punto de vista del sistema financiero, a fin de crear un buen entorno financiero para optimizar la estructura de la financiación empresarial, se deberán de abordar las tres siguientes cuestiones:

1. Establecer activamente un mercado de capitales con varios niveles y una amplia gama de mercados de capitales

En primer lugar, el sistema de mercado de capitales debería incluir al menos tres niveles: el mercado principal, el mercado secundario y un mercado regional para capitales de menor cuantía. Desde el punto de vista de la clasificación según sus funciones, los dos últimos deberían resolver el problema de la financiación de las PYMES. En cierto sentido, además de estos dos mercados, China necesita más tipos de mercado de capitales. En china, la especial característica de estructura de los factores productivos determina que las PYMES con una mano de obra muy intensiva son las empresas más numerosas. Por eso, un mercado secundario y un mercado regional desarrollado son muy importantes para la financiación de las PYMES, y aún más para el desarrollo económico del país.

En segundo lugar, acelerar el desarrollo del mercado de las obligaciones empresariales y prestar mucha atención a la diversificación de los sujetos de emisión. Desde el punto de vista de la teoría de la estructura moderna de financiación empresarial, el aumento de la financiación por obligaciones puede elevar el nivel general de la gestión. Por eso, con el desarrollo del mercado de obligaciones que es la forma principal de financiación a largo

plazo de las empresas, se promueve directamente la optimización de la estructura de la financiación empresarial. Al mismo tiempo, debido a que los problemas de asimetría en la información a los que los inversores se enfrentan cuando compran obligaciones de las grandes empresas, son relativamente pequeños, el desarrollo del mercado de obligaciones empresariales puede reducir la dependencia de las grandes empresas del crédito bancario, lo que obligará a los bancos ajustar su objeto de clientela y prestar más atenciones a las PYMES.

## 2. Promover la reforma de los bancos comerciales de propiedad estatal.

El rumbo que tomará la reforma debería encaminarse a: Reforzar el sistema de evaluación de la información; ajustar la estructura de los productos financieros y aumentar el esfuerzo en la innovación financiera.

Para las instituciones financieras en China, la disposición de préstamos tanto a las empresas grandes o medianas de propiedad estatal, como a las PYMES privadas, supondrá afrontar riesgos. Si la banca toma en exceso a las grandes empresas como sus clientes objetivos y desatiende a los clientes de las buenas PYMES, se va a encontrar con dificultades para adaptarse a los desafíos que vendrán de los cambios futuros del mercado y de la política en el país. Los bancos podrán explotar el mercado del crédito para PYMES si utiliza instrumentos de tipo flotante según la diferente situación del riesgo de las PYMES. Además, la banca china debe desarrollar diversos instrumentos derivados para reducir el riesgo.

## 3. Prestar gran atención al desarrollo de las pequeñas y medianas instituciones financieras.

Las pequeñas y medianas instituciones financieras incluyen los bancos comerciales locales, los bancos privados y las instituciones financieras privadas. Estas instituciones tienen ventajas inherentes para resolver la asimetría de información de las microfinanzas, pudiendo resolver de manera efectiva el problema de la dificultad de financiación de las empresas privadas. En comparación con los bancos comerciales de propiedad estatal, las pequeñas y medianas instituciones financieras deberían tener un posicionamiento flexible y un acceso fácil a la información de las PYMES y así podrían familiarizarse a la gestión y las verdaderas realidades de estas empresas. Con estas ventajas que los bancos comerciales de propiedad estatal no tienen, se reduce el gasto de investigación en información. El desarrollo de estas instituciones, al mismo tiempo, puede aumentar su capacidad de competir y de antirriesgo.

### **3.4 La tendencia de desarrollo de la política**

Desde un punto de vista de la tendencia actual del desarrollo de la financiación en el mundo, la financiación de las PYMES ha sido el foco de atención en las políticas de financiación en cada país. Por eso, el fortalecimiento de la financiación de las PYMES debe tener una posición importante en el desarrollo de la política china de financiación. Además, desde la década de los noventa del siglo pasado, algunos estudios empezaron a estudiar la política de financiación empresarial desde un punto de vista del gobierno corporativo. Este enfoque, en comparación con los métodos tradicionales, tiene un significado más práctico. Según la relación recíproca entre la estructura de gobierno corporativo y la financiación, ellos dividen las políticas de financiación en dos tipos: la Financiación de plena competencia (“Arm's-length finance”) y la Financiación de Control-Orientado (“Control-Oriented Finance”). Para China, como uno de los países con sus economías en transición, estos dos políticas de financiación tienen muchas influencias para el desarrollo de su política de financiación. Y esta situación, en cierta medida, determina la dirección del desarrollo de la política china de financiación.

#### **3.4.1 El desarrollo de la financiación de las PYMES**

Si las grandes empresas son la base del desarrollo económico, entonces las PYMES con su capacidad de crear empleo, estabilizar y dar la vitalidad económica a la sociedad, son la fuente de la fuerza motriz del desarrollo sostenible de la economía. Las PYMES, a su vez, son el motor del desarrollo de la alta tecnología y la innovación económica. En el ámbito mundial, el fortalecimiento de la innovación de la política de financiación de las PYMES es la tendencia general de desarrollo. Cada país ha adoptado la estrategia adecuada para aumentar la eficiencia de la financiación de las PYMES.

En la actualidad, la proporción de PYMES sobre el total de empresas chinas ha superado el 90%. Por eso, la promoción del desarrollo rápido de las PYMES también tiene un significado especial. Sin embargo, las dificultades para financiar de las PYMES siempre ha sido un problema importante de atención para los profesionales de este campo. Aunque el gobierno central haya promulgado una serie de políticas preferenciales y el Banco Central también haya hecho un llamamiento a todos los bancos comerciales para que aumenten la intensidad de la ayuda al desarrollo de las PYMES bajo la premisa de defender los principios del crédito, la situación de dificultad en la financiación de las PYMES todavía no ha sido resuelto de manera fundamental.

Para China, la tendencia futura de desarrollo, además de mejorar el mercado de capitales y ampliar los canales de financiación directa a las PYMES, es completar el

sistema de garantías de la financiación para las pequeñas y medianas empresas y facilitar la protección de la financiación de estas empresas.

En la Unión Europea, las políticas de apoyo a la financiación de las PYMES que se han abordado por parte de las Administraciones Públicas en los últimos lustros tienen cuatro aspectos. Siguiendo iniciativas de países europeos o recomendaciones comunitarias, los gobiernos han utilizado cuatro vías principales para impulsar o incentivar la financiación empresarial. Primera: favorecer el acceso al crédito (garantías) o reducir su coste (bonificación del crédito y leasing). Segunda: apoyar la dotación de recursos propios a las empresas que inician la andadura empresarial o acometen proyectos innovadores o de alto riesgo (sistema de capital riesgo/inversión). Tercera: movilizar mercados financieros específicos (segundos mercados) o impulsar la regulación y el desarrollo de instrumentos de innovación financiera (titulización de activos) para que las PYMES puedan reducir las restricciones de acceso a los recursos de capital. Y cuarta: mediante programas horizontales de subvención a proyectos específicos de mejora de competitividad de las empresas (tecnología, diferenciación de producto, etc.). Se examina, asimismo, el destacado papel que llevan a cabo los gobiernos regionales en esta materia.

Al igual que en la Unión Europea, la construcción de un sistema de garantía sobre el crédito de las PYMES en los países desarrollados tiene una historia de décadas. Estos países han establecido un sistema de garantía sobre el crédito de las PYMES en el que participan los gobiernos y han acumulado una experiencia muy útil en los procesos de operación y desarrollo del sistema.

Si se toma los países desarrollados como ejemplo, las experiencias útiles para China son:

1. Los orígenes principales de los fondos con las garantías del gobierno: En los países desarrollados, los gobiernos son el origen único o principal de los fondos con garantía, especialmente son el origen de fondos de los organismos que prestan garantía para PYMES. Para estos países, algunos toman los capitales del gobierno central como el fondo principal de garantía y otros toman los capitales del gobierno local como el principal. En el sistema de garantías, la mayoría de estos países, se subvencionan las pérdidas netas de las garantías con fondos del gobierno.
2. La posición de los organismos de garantías: Las garantías de los organismos con los fondos del gobierno son básicamente políticas para actuar sobre el mercado. Debido a la orientación política de los organismos, los gobiernos han formulado una serie de políticas preferenciales para apoyar a los organismos de garantía, tales como la concesión de exención de impuesto a los organismos.

3. La modalidad de cooperación entre los organismos de garantía y la banca de los países: conseguir un buen marco de colaboración entre los organismos de garantía y la banca, es fundamental para que el funcionamiento del sistema de garantías sea bueno. En este sentido, las operaciones en los países, han sido un éxito.

En la práctica en los países desarrollados generalmente hay dos tipos de garantías de los organismos gubernamentales:

- El tipo A: Compartir una proporción de la garantía con los bancos: los organismos de garantía de los países avanzados generalmente no asumen todos los riesgos por sí mismos. Al contrario, cooperan con la banca al asumir una cierta proporción de riesgo. Por ejemplo, en los Estados Unidos, la proporción de los fondos de garantía asumida por los organismos generalmente no superan 75% - 80% de los préstamos.
- El tipo B: Establecer una relación estable y duradera con la banca, teniendo en cuenta que el sistema financiero en los países con economías avanzadas también es avanzado. En el sistema, hay algunos organismos financieros de ámbito regional que facilitan la financiación especialmente a las PYMES. Estos organismos financieros participan activamente en los planes de garantías de crédito para las PYMES y establecen una relación estable y duradera con los organismos de garantías.

### **3.4.2 La posible orientación de la reforma de la política de financiación empresarial en China**

La política de financiación empresarial no sólo muestra los canales (los bancos y el mercado financiero) y las formas (financiación por acción o financiación por deuda) que las empresas utilizan para conseguir los fondos para la producción y el desarrollo, sino también refleja las relaciones económicas entre los accionistas, los acreedores, los directores y los empleados. Por eso, el estudio de la relación entre la política de financiación empresarial y la estructura de gobierno corporativo, para los países con economías en transición, especialmente para la construcción de la política china de finanzas con alta eficiencia, tiene un significado muy importante.

1. La financiación empresarial y la estructura de gobierno corporativo en los países desarrollados: análisis comparativo

En los puntos anteriores, hemos desarrollado que los métodos de comparación entre las políticas de financiación son una comparación de las diferencias entre las estructuras de los orígenes de la financiación desde el

punto de vista de los gastos y los riesgos de la financiación empresarial. Este tipo de método que estudia la política de financiación desde el punto de vista de origen de la financiación, sin duda, es la base del estudio de la política de financiación desde otros puntos de vista.

Desde la década de los noventa del siglo pasado, algunos estudios empezaron a estudiar la política de financiación empresarial Desde el punto de vista de gobierno corporativo. Las estructuras de gobierno corporativo que corresponden a los dos tipos de financiación son: el gobierno de meta-orientada (Goal-oriented governance) y el gobierno de intervención (Intervention in governance).

En esencia, estos dos tipos de estructuras de gobierno casi coinciden con las estructuras de gobernanza propuesta por Moerland.D.W. (1995). En comparación con la clasificación de Berglof, E (1995), las dos clasificaciones se refieren a las observaciones de un objeto desde diferentes aspectos. Pero la teoría de este último mostraba claramente la relación entre la financiación empresarial y la estructura de gobierno corporativo.

Berglof, E (1995) consideraba que un empresario o un gerente tiene que buscar fondos en las fuentes externas, cuando no cuenta con suficientes fondos internos para realizar una inversión posiblemente rentable. Para hacer que los inversores estén dispuestos a ofrecer fondos, los propietarios de negocios están obligados a proporcionar una protección fiable a los inversores. Estas protecciones pueden ser: (1) La confirmación de que los inversores en circunstancias especiales tienen la propiedad, en la empresa, de los activos y del flujo de efectivo. (2) La renuncia de una cuota del derecho de control sobre las decisiones de inversión a cambio de que los inversores gocen de un cierto grado de control sobre la decisión. La financiación con la primera protección se llama la financiación de plena competencia ("Arm's-length finance") y la financiación con la última protección se llama la financiación de Control-Orientado ("Control-Oriented Finance").

La estructura de gobierno empresarial que corresponde con financiación de plena competencia ("Arm's-length finance") es el gobierno de meta-orientada ("Goal-oriented governance"). Las características básicas de esta política son los siguientes: (1) Los inversores se enfocan en la dispersión del riesgo y no prestan atención al control práctico. Siempre y cuando sus capitales e intereses estén amortizados, los inversores no intervendrán directamente en las decisiones estratégicas de la gestión empresarial. (2) En este tipo de estructura de gobierno empresarial, la financiación por banco es generalmente de pequeñas proporciones y la financiación por obligaciones es de mayor proporción. Los países típicos con



este tipo de estructura son Gran Bretaña y los Estados Unidos. (3) En la inspección sobre la empresa, los inversores y los acreedores pueden supervisar a los directores empresariales por medio de la transferencia de acción y la reclamación de bancarrota respectivamente.

La función del gobierno de meta-orientada necesita de algunas condiciones. Estas condiciones son que existan mercados avanzados de finanzas, mercados competitivos de trabajo y mercados con más activos, etc.

La financiación de control-orientado es otro modelo de financiación en contraste con la financiación en plena competencia. Las características de este modelo son: (1) Los inversores tienen preferencia a realizar el control sobre las empresas en que invierten. (2) El porcentaje del préstamo bancario es alto dentro de la financiación externa. (3) Las compañías mantienen sus acciones mutuamente y el cambio de propiedad de acción no es frecuente.

La estructura de gobierno empresarial que corresponde con la financiación de control-orientado es el gobierno de intervención (“Intervention in governance”). Es decir, se supervisa y se controla una empresa por la intervención en las decisiones importantes de la empresa.

Los desarrollos anteriores de la financiación de plena competencia (“Arm's-length finance”) y de la financiación de control-orientado (“Control-Oriented Finance”) muestran que entre estas dos tipos de políticas de financiación y las dos estructuras de gobierno, generadas por estas políticas, cada uno tiene sus ventajas y desventajas. Y aún más, los efectos de las dos políticas sobre las dos estructuras producen sujetos a algunas condiciones. Por eso, al comparar estas dos políticas no se aparecía diferencia para establecer cuál es mejor o peor. Entre las dos políticas, existe un cierto grado de complementariedad. Por eso, estas dos políticas tienen una tendencia a la integración mutua en la práctica.

En los Estados Unidos, Gran Bretaña y otros países, la financiación de plena competencia (Arm's-length finance) ha sido un aspecto principal de la financiación. Pero, a finales de los años 80 y los principios de los años 90 del siglo 20, en estos países, aumenta el número de accionistas que quieren un control sobre la empresa. Estos accionistas son principalmente institutos de inversión, como fondos comunes de inversión y fondos de pensión. Por ejemplo, los números de los inversores institucionales de EE.UU. entre el año 1980 y el año 1990, aumentó de 20% a 31%. Para el mismo periodo, la proporción de inversores institucionales del Reino Unido creció del 42% a 59%. En Canadá, en 1980 el porcentaje de inversores institucionales era del 20% y en 1990, del 30%. El papel de las instituciones financieras como accionistas importantes en estos países se ha fortalecido. A la vez, en los

países que toman la financiación de control-orientado (Control-Oriented Finance) como principal modelo de financiación como en Japón, la función bancaria en la financiación están disminuyendo. Con el avance de la liberalización financiera de Japón, la estrecha relación entre los bancos y las empresas se ha convertido en un tipo de relación laxa, aumentando la función de financiación por obligaciones y fortaleciendo la función de los bancos de inversión. Éstos muestran que el papel de la financiación de plena competencia (Arm's-length finance) tiene una tendencia al fortalecimiento. Por eso, los dos políticas de financiación tienen una tendencia a la mutua integración.

Sobre los dos políticas, lo que se debe resaltar es que la clasificación entre financiación de plena competencia (Arm's-length finance) y financiación de control-orientado (Control-Oriented Finance) no es lo mismo que la clasificación entre financiación por acciones y la financiación por deuda. Aunque la financiación por acciones y la financiación por deuda pueden ser formas típicas en los dos políticas, ellos no son completamente iguales. La financiación por acción puede ser el modelo de plena competencia, y también puede ser el modelo del control-orientado, como es el caso de los accionistas con la mayor parte del capital de una empresa. Los derechos de obligaciones bancarias también se encuentran en esta misma situación. En la financiación por deuda, debido a que los tenedores generales de obligaciones o bonos no interfieren en las operaciones empresariales, este tipo de financiación es la que mejor se presta a la financiación de plena competencia, en la mayoría de los casos.

## 2. La reforma de la política de financiación empresarial en China: el rumbo posible

La política china de financiación que se está reformando, se enfrenta a un problema de orientación, es decir, con cuál de los dos modelos se debe transformar. Algunas personas piensan que la presión de China en materia de empleo es mayor y que las empresas estatales no pueden quebrar con facilidad. Por eso, deberían desarrollar la financiación de control orientado y situar a los bancos en una posición preponderante. Pero, sus detractores alegan que la financiación de control orientada a menudo, puede conducir a riesgos bancarios y aumento de los malos activos. Por eso, defienden un desarrollo del mercado de valores con una orientación hacia la financiación en plena competencia. Ambos planteamientos son objetivamente razonables en cierta medida aunque también presentan deficiencias. En las circunstancias de la reforma de China, las situaciones de las empresas son diferentes. Por eso, debemos elegir el modelo de financiación según las condiciones concretas de las diferentes empresas. Actualmente las empresas chinas se clasifican en empresas de propiedad estatal y las no estatales. Entre

las empresas de propiedad estatal, hay dos tipos de empresas: las empresas de sociedad anónima (cotizadas y no cotizadas) y las empresas que no son sociedad anónima. Podemos elegir los sistemas adecuados de financiación según estas situaciones.

1). Para las pequeñas y medianas empresas de estado y la mayoría de las empresas que no son anónimas, se debe aplicar la financiación de control-orientado. Porque la deuda bancaria en estas empresas tiene una alta proporción y la posibilidad de financiarse por acciones y obligaciones en estas empresas es muy pequeña. Por eso, es razonable cargar la responsabilidad de inspección de las empresas a los bancos. Así, se puede, al mismo tiempo, reducir los gastos sociales causados por una bancarrota. El controlador en este tipo de financiación de control-orientado es obviamente el banco. Pero, los bancos deben satisfacer las siguientes condiciones para asumir la obligación de controlador.

a) Los bancos deben tener el derecho de supervisión. Cuando la gestión de una empresa encuentra dificultades, los bancos tienen los derechos de encargarse de la empresa y de cambio de los administradores. De tal manera, se debe conceder por medio de legislación a los bancos comerciales este derecho de control que se puede materializar según la ocasión. Cuando las empresas estatales caen en dificultades, los bancos pueden conseguir el derecho de control e intervenir en la empresa directamente. Los bancos utilizan el derecho de control que se realiza según la ocasión concreta pudiendo cambiar la propiedad de una empresa y viceversa. Debido a la política china de finanzas en que las gestiones de los bancos y de las compañías de valores deben ser separadas, los bancos chinos ahora pueden solamente realizar el derecho de control sin cambio de la propiedad de empresa.

b) Los bancos comerciales deben tener la capacidad e incentivos para supervisar las empresas. Como en la financiación de control-orientado, debido a los beneficios que los bancos pueden obtener de la financiación (o préstamos), los bancos entonces tienen incentivos para supervisar las empresas. Pero la premisa de esta condición es que los bancos tienen que ser empresas que tomen la maximización del beneficio como objetivo. Sólo de esta manera, los bancos pueden tener incentivos para salvar la empresa. Sin embargo, los incentivos de los bancos de propiedad estatal en la búsqueda de ganancias son evidentemente insuficientes. Para los bancos de no propiedad estatal, su poder es generalmente más débil. Además, los bancos de propiedad estatal

también tienen un problema de insuficiencia de capacidad por el exceso de activos improductivos y la escasez de capitales. Por eso, estos bancos no tienen capacidad de asumir los riesgos operativos de las empresas relacionadas. Así, en el sistema bancario actual de china, el desarrollo de financiación de control orientado tiene el problema de que falta una supervisión cualificada. La única forma de resolver este problema es la reforma del sistema bancario de china. Para llevarla a cabo, hay que tomar dos iniciativas: En primer lugar, se debe reformar el sistema de bancos de propiedad estatal mediante la transformación de estos bancos en sociedades anónimas para conseguir que los bancos de propiedad estatal pasen a ser entidades económicas que intenten maximizar sus beneficios y gestionarse según su propio criterio. En segundo lugar, se debe acelerar el desarrollo de los bancos no estatales. La ventaja de este método es el aumento de la presión desde el exterior por la competencia para lo cual, los bancos no estatales se pueden convertir gradualmente en entidades con capacidad para controlar empresas.

- c) El nivel de inspección financiera debe ser alto. En la financiación de control-orientado, los riesgos de gestión de los bancos frecuentemente van a ser más mayores debido a las excesivas responsabilidades asumidas por los bancos y las relaciones estrechas entre los bancos y las empresas. Por lo tanto, deben contar con un tipo de supervisión financiera de muy alto nivel para supervisar a los bancos. De lo contrario, las crisis bancarias que podrían tener lugar harían lo que esta modalidad de financiación no durase mucho tiempo. Una tarea principal para el desarrollo de la financiación de control-orientado en china es el aumento del nivel de supervisión de las finanzas.
- 2). Para las empresas de propiedad no estatal con una tipo baja de activos y pasivos y una buen situación de su gestión y para las empresas de propiedad estatal que sean sociedades anónimas, se puede realizar la financiación a través del mercado financiero. La financiación realizada a través del mercado puede ser financiación de control-orientado o financiación de plena competencia. En general, la financiación por obligaciones es mayormente, la financiación de control-orientado y en la financiación por acciones, si los accionistas son muchos y están dispersos, se puede considerar como financiación de plena competencia y por el contrario, puede entonces ser considerado como financiación de control-orientado. En China, la financiación de obligaciones está muy poco desarrollada y la financiación por acciones, en cambio, está desarrollada con malformaciones. La razón no

está en que las acciones sean más atractivas que las obligaciones para los residentes. La razón auténtica está en que debido a los defectos inherentes del mercado bursátil en China, es menos restrictiva la financiación por acciones para las empresas que la financiación por obligaciones. Por eso, las empresas chinas prefieren la financiación por acciones. Para los residentes chinos, debido a la muy mala liquidez de las obligaciones y la dificultad para transmitirlos y especular, los residentes prefieren más comprar acciones. Para acabar con la deformidad de la estructura del mercado financiero de China y terminar con la debilidad provocada por unas restricciones blandas de mercado financiero sobre las empresas, China debe realizar reformas de las políticas correspondientes, en particular, la reforma de la política financiera. Los contenidos concretos de la reforma son los siguientes:

- a) El desarrollo de institutos de intermediación como los bancos privados de inversión y los institutos de calificación crediticia. Los bancos de inversión y los institutos de clasificación crediticia asumen una función importante de supervisión previa y durante el proceso. Por eso, el desarrollo de institutos neutrales y normativos de intermediario con fines de lucro, es necesario para el desarrollo normal de la financiación de plena competencia.
- b) El fortalecimiento de la liquidez del mercado financiero de China. Para lo que, se deben resolver principalmente tres problemas. El primero es el problema de la fluidez de las obligaciones. El segundo es el problema de la fluidez de las acciones de las empresas estatales que sus acciones no coticen en la bolsa. El tercero es el problema de la fluidez de las acciones estatales de las empresas estatales que sus acciones cotizan en bolsa.

El fortalecimiento de la liquidez del mercado financiero de China puede aumentar la función de mecanismo de votación "con los pies". Aunque los inversores que votan por "sus pies" no intervienen directamente en la decisión de gestión empresarial, ellos pueden influir en la empresa mediante ventas importantes de acciones y obligaciones de la empresa, lo que puede bajar el valor empresarial del mercado, causando aumentar la posibilidad de que la empresa sea absorbida o el control de la empresa se traspase. Así, la empresa va a sentirse intimidada. Éste es un mecanismo importante para que la estructura de la administración empresarial realice su función en la financiación de plena competencia.

- c) El desarrollo de los inversores institucionales y la mejora de la estructura de la propiedad de las acciones. En la actualidad, la causa que más dificulta la influencia de las funciones del mercado bursátil

sobre la estructura de la gobernabilidad, es la elevada posesión estatal de acciones. Pero el Estado, a su vez, también ha encontrado dificultades para cumplir con sus responsabilidades de supervisión. Una forma posible de resolver este problema, es el desarrollo de inversores institucionales que transfieran la mayoría de las propiedades estatales en acciones a los inversores institucionales o las empresas no estatales, para que estos institutos con capacidad de supervisión, actúen como inversores de “control-orientado” con objetivo de supervisar a las empresas. En esta situación, la gestión de las acciones estatales es de un modelo de "free rider". Por otro lado, permiten a las empresas no estatales con una buena gestión cotizar en el mercado bursátil para que estas empresas sirvan como modelo a las sociedades cotizadas en China y aumentar la competitividad del mercado bursátil.

- d) El establecimiento de un sistema de seguridad social y la aplicación del sistema de bancarrota para aumentar la restricción exterior de liquidación por insolvencia sobre la empresa. Deben señalar que en el período de transición económica de China, el gobierno tiene una preferencia muy importante por controlar las finanzas. Con la restricción del control financiero que viene del gobierno, la reforma de la política de financiación empresarial y de la política de finanzas estatales va a ser muy difícil.

3. Conclusión: La insuficiencia de la financiación interna en una empresa genera la necesidad de financiación externa. Esta necesidad, aún más, se refiere a la relación entre las empresas y los inversores. ¿Cómo conciliar esta relación? se plantea la cuestión de la gobernanza corporativa. De esta manera, la política de financiación y la estructura de la gobernanza corporativa tienen una lógica vinculación inherente. La experiencia de la política de financiación de los países desarrollados muestra que, si la política de financiación puede jugar un papel activo en la estructura de la gobernanza corporativa, la clave está en que la política de financiación pueda generar inherentemente un sujeto de supervisión cualificada. El defecto fundamental de la política de financiación de los países con economías en transición como China es justamente la ausencia de supervisores cualificados. Por eso, es muy necesario establecer un sujeto cualificado de supervisión y establecer una estructura efectiva de gobernanza corporativa cambiando fundamentalmente la política china de financiación y el sistema chino de finanzas.

## **CAPÍTULO 4: Las modalidades y las estructuras de financiación empresarial**

Las actividades de financiación empresarial siempre se realizan según una modalidad. Según las distintas modalidades de financiación elegidos por las compañías y las distintas cantidades de financiación para cada modalidad, se pueden formar diferentes estructuras de financiación. De ahí, podemos entender que la modalidad de financiación y la estructura de financiación son dos conceptos muy vinculados. El núcleo de la decisión de financiación en la empresa, es el establecimiento de la mejor estructura de financiación o la mejor estructura de capitales. Para determinar la mejor estructura de financiación o la mejor estructura de capitales, no sólo se necesita estudiar la posibilidad de consecución de los capitales en las diferentes modalidades de financiación, sino también se debe investigar el coste y el riesgo de la financiación según diferentes estructuras de financiación. En cierto sentido, la modalidad de financiación y la estructura de financiación son conceptos básicos de la investigación de las finanzas empresariales.

### **4.1 El concepto y las modalidades de financiación**

Las modalidades de financiación se refieren a las formas, los métodos o los canales de transferencia de los capitales desde los institutos sociales con superávit hacia los institutos con déficit. Es decir, se transfieren desde el ahorro hacia la inversión. Las modalidades de financiación empresarial se refieren a las formas, los métodos o los canales de consecución de los capitales por una empresa desde los proveedores de capitales. Por ejemplo, si una empresa capta capitales a través de obligaciones o acciones en el mercado de valores, la modalidad adoptada es la modalidad de obligaciones o acciones. Si la empresa capta capitales a través del préstamo bancario, la modalidad utilizada es el préstamo bancario. Si la empresa utiliza los capitales de los proveedores de productos a través de pago aplazado, la modalidad aplicada es el crédito comercial. Estos ejemplos muestran que la modalidad de financiación tiene ciertas relaciones con el origen de los capitales. Claramente, desde el mismo origen de los capitales se pueden aplicar las diferentes modalidades de financiación para conseguir capitales. Por ejemplo, para captar el capital de los particulares, una empresa puede realizarlo directamente a través de la emisión de obligaciones y acciones o por métodos indirectos, haciendo préstamos a los bancos. Aún más, en la misma modalidad de financiación se pueden conseguir capitales con diferentes orígenes. Por ejemplo, una empresa realiza financiación a través de la emisión de obligaciones. Estas obligaciones se pueden vender a los particulares y también se pueden venderlas a las empresas o a los bancos. Por eso, la empresa puede conseguir capitales desde los particulares, otras empresas o bancos. En general, la diversidad de origen de los capitales determina la diferencia entre las modalidades de financiación.

La modalidad de financiación es un concepto importante y básico en la investigación de la teoría financiera. El significado de la investigación de la modalidad de financiación se manifiesta por los siguientes contenidos:

1. La modalidad de financiación es el medio para realizar la financiación empresarial

La premisa para poder realizar la financiación empresarial es la existencia de capitales con los que financiarse. Es decir, antes de iniciar las actividades de financiación, una empresa tiene que definir de entre los agentes económicos de sociedad, cual puede aportar los capitales. Después, se podrá adoptar la modalidad correspondiente de financiación para conseguirlos. Aunque como hemos dicho antes, desde el mismo origen de los capitales, se pueden aplicar diferentes modalidades de financiación, las condiciones de la financiación y el nivel de realización de financiación para las distintas modalidades son diferentes. Por eso, cuando la empresa toma la decisión de financiarse, tiene que hacer análisis y comparar las condiciones y los niveles en las distintas modalidades para elegir una modalidad conveniente y captar los capitales necesarios a tiempo.

2. La modalidad de financiación es la base del análisis sobre el coste de financiación

Bajo las condiciones de la economía moderna, la financiación empresarial se realiza sobre la base del crédito. Es decir, para aquellos capitales que proceden de los prestamistas, habrán de pagar unos intereses. Para los capitales con su origen en accionistas, tendrán que pagar dividendos. Los intereses y los dividendos construyen los gastos de financiación empresarial y se llama los costes de financiación. Para cada modalidad de financiación, los costes son diferentes. Para alcanzar el objetivo de maximizar la rentabilidad de los accionistas, las actividades financieras en la empresa tienen que considerar los beneficios económicos en comparación con los costes de financiación de las distintas modalidades para reducir el coste.

3. La modalidad de financiación es la base del análisis sobre los riesgos de financiación

Bajo las condiciones de la economía moderna, la financiación empresarial se realiza mediante el crédito. Es decir, se deben pagar intereses y dividendos a los prestamistas y accionistas. Si la empresa no puede devolver el préstamo y pagar los intereses en el día vencido en su totalidad, los prestamistas van a utilizar los derechos de control, haciendo reclamación sobre las propiedades empresariales. Así, la empresa no puede negociar normalmente. A la vez, si



la empresa no puede pagar dividendos favorables a los accionistas, estos accionistas también van a hacer valer sus derechos. Con su voto en la junta de accionistas y mediante la venta de las acciones en el mercado, los accionistas pueden cambiar los dirigentes de la empresa y bajar el precio de las acciones de la empresa. Por eso, podemos saber que las actividades de financiación empresarial siempre tienen riesgos. Una empresa tiene que prestar mucha atención a los riesgos y la investigación sobre el riesgo en la financiación forma un contenido importante en el estudio de las finanzas empresariales. Debido a que la financiación empresarial siempre se realiza según algunas modalidades de financiación, los riesgos, de las diferentes modalidades, son distintos. De ahí que, la investigación sobre el riesgo de financiación tenga que tomar la modalidad de financiación como premisa. La modalidad de financiación es una base importante para la investigación del riesgo.

4. La modalidad de financiación es un medio importante para la decisión de financiación empresarial.

La financiación es una parte importante en las actividades financieras de una empresa. La naturaleza de las actividades de financiación empresarial es la selección de las modalidades y la determinación de la cantidad financiada en las diversas modalidades. Estos es justamente lo que determina la decisión de financiación. El núcleo de la decisión de financiarse consiste en la ponderación sobre los costes y los riesgos de financiación en distintas modalidades. Por eso, la decisión de financiación empresarial también se realiza por medio de una modalidad de financiación.

Las modalidades de financiación pueden tener distintas clasificaciones:

Según el origen de los capitales de la financiación, podemos establecer dos grandes categorías: la financiación interna y la financiación externa.

La financiación interna o autofinanciación está integrada por aquellos recursos financieros que la empresa genera por sí misma, sin necesidad de tener que acudir al mercado financiero. Las reservas de capitales, las depreciaciones, los beneficios sin repartir, y los capitales sociales constituyen las cuatro partidas fundamentales en que se pueden agrupar los recursos financieros internos de la empresa. Las reservas o la retención de beneficios suponen un incremento del patrimonio neto o riqueza de la firma (autofinanciación por mantenimiento); sin embargo, mientras no surge la necesidad de aplicarlos al destino para el que han sido creadas, constituyen fuentes de financiación de indudable valor. Ahora bien, la verdadera financiación interna o autofinanciación propiamente dicha está formada por las reservas de diferentes tipos (legal, estatutaria, voluntaria, etc.). Sólo cuando los beneficios son elevados, las empresas pueden repartir unos dividendos aceptables y retener para la empresa en

forma de reservas, una parte conveniente de esos beneficios. Compatibilizar ambos objetivos les resulta imposible a las pequeñas y medianas empresas en la mayor parte de los casos, sobre todo a aquellas que se encuentran en una situación marginal o extramarginal.

La financiación externa está formada por aquellos recursos financieros que la empresa obtiene del exterior. La financiación interna o autofinanciación resulta normalmente insuficiente para satisfacer las necesidades financieras de la firma y ésta tiene que acudir a la llamada financiación externa, bien sea emitiendo acciones (es decir, ampliando su capital), o emitiendo obligaciones (con lo cual la firma se endeuda), o acudiendo al mercado de crédito para obtener préstamos a corto, medio o largo plazo.

En los países con un capitalismo avanzado, la emisión de acciones y obligaciones constituye la forma más importante que tienen las empresas para recabar recursos a largo plazo en el mercado financiero. Para ello, se necesita unos mercados primarios de valores muy desarrollados. Ahora bien, la existencia de buenos mercados primarios de valores depende, en una gran medida, de la existencia de buenos mercados secundario o mercados de negociación, que es donde se revenden. Para que los mercados primarios puedan funcionar con eficacia, es imprescindible la existencia de estos mercados de “Segunda mano” o de “reventa”. Ya que de lo contrario, muy poca gente estaría dispuesta a inmovilizar sus ahorros en unos valores que luego no pudiera vender (o lo pudiera hacer con dificultad), cuando necesitara liquidez. Las bolsas de valores constituyen la parte mejor organizada de los mercados secundarios, aunque existe también un mercado extrabursátil. Las empresas que no coticen en bolsa se encuentran con grandes, y a veces insuperables, dificultades para acudir al mercado primario de valores.

La modalidad de financiación también se puede clasificar en financiación directa y financiación indirecta. El criterio de clasificación tradicionalmente es si el cambio del ahorro a la inversión se realiza por el intermediario financiero o no. Pero a medida que se ha desarrollado el sistema financiero, la emisión de valores también necesita de intermediarios financieros. Por eso, el criterio tradicional no está adecuado a la situación actual. El criterio nuevo debe basarse en que si el origen de financiación se procede de un intermediario financiero o no. Por ejemplo, para los préstamos, el origen es un banco comercial. Para los valores como obligaciones o acciones, aunque la emisión suele realizarse por compañía de valores, el origen de los capitales todavía es los proveedores sociales. La compañía de valores sólo aporta servicios a la emisión.

Por eso, podemos definir la financiación directa como un tipo de modalidad de financiación por el que una empresa realiza por sí misma o encarga a los intermediarios financieros la venta de los valores captando directamente los capitales desde los proveedores. En esta modalidad, se ponen de acuerdo el proveedor de capitales con el demandante y por medio de ciertos instrumentos de financiación se

realiza el traspaso de capitales. La emisión de acciones y obligaciones son la modalidad típica de financiación directa. Los capitales logrados con la financiación directa generalmente tienen una duración de más de un año y los instrumentos financieros se pueden normalmente negociar en el mercado de valores. La financiación indirecta es aquella por la cual, los intermediarios financieros captan los capitales sin utilizar en la sociedad para después aportarlos a los demandantes últimos. En la modalidad de financiación indirecta, la empresa establece relación de financiación con los intermediarios financieros. Los capitales aportados por los intermediarios suelen ser de corta duración y tienen poco carácter de fluidez.

Dentro del campo académico también hay otra clasificación importante: financiación por acciones y financiación por deuda. El criterio de clasificación de los dos es la relación de propiedad que se establecen en el proceso de financiación.

La financiación por acciones es una modalidad en la que la empresa recauda capitales desde los accionistas. Los capitales recaudados forman los capitales sociales de la empresa. Los capitales sociales representan la propiedad empresarial. La financiación por acciones se suele utilizar el establecimiento empresarial, así como la ampliación de los acciones. La financiación por deuda es una modalidad en la que la empresa recauda capitales desde los prestamistas. Estos capitales forman parte de la deuda de la empresa. Se puede realizar este tipo de financiación en cualquier fase de la vida de la empresa. La financiación por deuda incluye bonos, obligaciones, préstamos, créditos comerciales y otras sumas pagaderas en el futuro. En el tabla 4.1, se muestra la estructura de las modalidades de financiación.

En la estructura, las acciones más las subvenciones constituyen la financiación externa propia, mientras que el resto de la financiación externa es ajena. La financiación interna más la financiación en el mercado de capitales y subvenciones constituyen la financiación permanente de la empresa mientras que el mercado monetario constituye la financiación temporal de la empresa.

## **4.2 Financiación interna**

En el campo académico, la financiación interna y la financiación externa son la clasificación básica y más antigua sobre las modalidades de financiación. Seguidamente, vamos a analizar las modalidades concretas dentro del marco de esta clasificación.

La financiación interna es una modalidad por la cual la empresa capta capitales desde el interior de su mismo. Concretamente, la financiación interna es la que está integrada por las aportaciones de recursos por parte de sus accionistas, bien mediante el ahorro bruto generado por beneficios no distribuidos, bien a través de ampliaciones de capital o por aportaciones temporales. En realidad, la financiación interna incluye

los capitales sociales, amortizaciones, reservas, provisiones, etc. El capital de la financiación interna es recursos propios de una empresa. La empresa puede usar estos capitales con gran libertad. La cantidad de la financiación interna depende principalmente del beneficio empresarial. Si el volumen de beneficio es mayor, el nivel de financiación interna será más elevado y viceversa. Debido a que la financiación interna es ahorro interno de la empresa, en cierto sentido, se puede utilizarlo sin coste o con poco coste. Por eso, esta financiación no tiene riesgo de pago.

**Tabla 4.1 La estructura de las modalidades de financiación**

Financiación	Interna o autofinanciación	Por mantenimiento (amortización, provisión, previsión)		
		Por enriquecimiento (reserva)		
	Externa (mercado financiero)	Mercado capitales (Medio plazo m/p y largo plazo l/p)	Mdo. crédito	Préstamos y créditos a m/p y l/p; leasing
			Mdo. valores	Mdo. primario
				Mdo. Secundario (Bolsa de valores): “acciones y obligaciones”
		Mercado monetario o de dinero	Fuentes espontáneas	Créditos comerciales (proveedores)
				Anticipo clientes
				Organismos públicos acreedores
			Fuentes negociables	
				Pólizas y préstamos a corto plazo
				Descuento comercial
				Factoring
				Confirming
		Otras	Subvenciones	

Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y. (2003)

Cuando hablamos del concepto de financiación interna, tenemos que introducir la definición de autofinanciación. En muchas ocasiones, se consideran que la autofinanciación es justamente la financiación interna. En realidad, los dos no son lo mismo. Autofinanciación sólo es una parte de la financiación interna. El ámbito de la financiación interna es más amplio que lo de la autofinanciación.

Autofinanciación es la denominación que reciben aquel beneficio generado por la empresa, que no es objeto de distribución entre los accionistas y por consiguiente, se reinvierten en la misma para constituir reservas. El origen de la autofinanciación sólo está en el beneficio de empresa mientras que la financiación interna cuenta con más fuentes como las aportaciones de capital por los accionistas o los participantes en la creación empresarial, el campo de autofinanciación es limitado.

La autofinanciación de una empresa está formada por los beneficios que se han ido reteniendo (que no se han repartido) a lo largo del tiempo, los cuales se destinan a financiar el crecimiento de la empresa y el mantenimiento de la capacidad productiva de la misma. La autofinanciación es el recurso que aporta más potencia a la empresa, puesto que supone la reinversión de los recursos generados. La autofinanciación no tiene un objetivo de financiación concreto, es decir, constituye un reforzamiento general de los recursos propios, cuyo destino será el que convenga en cada momento, aunque es normal que se utilicen para cubrir nuevas inversiones. Se puede considerar como aquel parte de los beneficios, o de los recursos generados, que permanece en el seno de la empresa, es decir, los beneficios no distribuidos.

Esta modalidad de financiación es de gran importancia especialmente para las PYMES, ya que éstas suelen encontrar grandes dificultades para acceder a las fuentes de financiación externa debido a las fuertes exigencias que se les impone en cuanto a solvencia y capacidad de pago.

Según la función que cumplen los fondos de autofinanciación, se distinguen dos tipos de autofinanciación: autofinanciación de mantenimiento y de enriquecimiento:

1. Se considera autofinanciación de mantenimiento a aquellos fondos destinados a garantizar una continuidad en la cantidad de patrimonio neto o activo neto de la empresa es decir, mantienen intacto el valor real de la empresa. Está formada por las dotaciones a amortizaciones, las provisiones, las previsiones y cualquier cuenta de correcciones de valoración. Todos estos fondos están formados por los beneficios retenidos y no distributos.

En los costes de la producción industrial, además de las materias primas, la mano de obra, la energía, etc., que son conceptos de coste que vienen expresados en términos monetarios directamente, hay que incluir otros que como la depreciación experimentada por las máquinas que han colaborado en la obtención de esa producción, solo indirectos o imputados, cuya valoración entraña siempre una elevada dosis de subjetividad y por tanto, de arbitrariedad.

En general, se denomina amortización a la imputación o asignación de la depreciación al coste de la producción industrial y también al fondo que se crea para compensar la pérdida de valor o depreciación que experimentan

ciertos elementos patrimoniales. Dicho fondo se va engrosando cada año por un importe igual al valor de la depreciación correspondiente, y al final de la vida económica del bien amortizable podrá el empresario reponerlo con el dinero acumulado en el fondo de amortización.

El valor de la depreciación se le imputa el coste de producción, como señala Riggs, J.L. (1978) por las siguientes razones:

- 1). Recuperar el capital invertido en forma de activos de producción
- 2). Rigor en la determinación de los costes de producción, para los fines de contabilidad de costes.
- 3). La involución de la depreciación en los gastos de funcionamiento, con fines tributarios.

Las amortizaciones tienen una función financiera muy importante en una empresa y constituyen una fuente interna de recursos financieros muy importante, ya que, desde el momento en que comienza a producirse la depreciación de los elementos del activo fijo hasta que hay que reponer dichos elementos, suele transcurrir un periodo de tiempo bastante largo (10 o 15 años, por ejemplo), que dependerá de la vida útil de tales elementos patrimoniales. Mientras tanto, se van acumulando cuotas de amortización que pueden llegar a alcanzar volúmenes muy considerables, al mismo tiempo que la capacidad productiva se mantiene aproximadamente igual. Sin embargo, la empresa no debe guardar tales recursos en una caja fuerte hasta que se produzca la renovación, sino que debe de utilizarlos para hacer frente a sus necesidades financieras.

Los recursos financieros generados por las amortizaciones, al igual que ocurre con las reservas, se van invirtiendo en la empresa casi de forma espontánea a medida que se van generando. Bien es verdad que las reservas pueden inmovilizarse indefinidamente, salvo en el caso de las reservas con fines específicos. Sin embargo, cuando llegue la hora de renovar los bienes amortizables, la empresa debe disponer de los recursos financieros correspondientes, pero dichas disponibilidades no tienen por qué derivarse necesariamente de la liquidación de las inversiones en que inicialmente se ha ido materializando el fondo de amortización, sino que pueden provenir de cualquier otra alternativa financiera que la dirección de la empresa haya podido arbitrar: emisión de acciones, emisión de obligaciones, liquidación de una inversión antifuncional, retención de beneficios, etc. La importante es que la dirección de la empresa se anticipe ya las soluciones financieras más convenientes, y no que la necesidad de renovación le sorprenda cuando Desde el punto de vista financiero es demasiado tarde, ya sea debido a que los fondos de amortización están comprometidos en inversiones a largo plazo de elevado grado de liquidez, o que la capacidad de crédito de la

empresa esté muy deteriorada, o que la situación del mercado de emisión de acciones no sea buena, o que la baja rentabilidad de la empresa no permita retener beneficios, o que no se puede liquidar ninguna inversión del activo sino es a un bajo precio o a costa de comprometer seriamente la supervivencia de la empresa.

En cualquier caso, la función financiera de las amortizaciones siempre estará condicionada por la situación en que se encuentre la empresa expansión, estabilidad o recesión, lo que, a su vez, dependerá de la propia política de la empresa y sobre todo, de la situación del mercado. En épocas de expansión los fondos de amortización financiarán inversiones en activo fijo y capital de trabajo es decir, partidas que contribuyen efectivamente a la expansión de la empresa. En épocas de estabilidad, los recursos financieros generados por la amortización ya no se materializarán en inversiones fijas ni en capital de trabajo, sino que habrá que buscar otro tipo de empleos, al igual que ocurre en épocas de depresión. Las oportunidades de inversión más convenientes en estos casos habrá que descubrirlas en base a cuidadosos estudios de rentabilidad y de mercados, en los que suelen jugar un papel importante las apreciaciones cualitativas.

Algunos autores afirman que, en épocas de estabilidad, los fondos de amortización deben destinarse a financiar las expansiones accidentales o estacionales del activo circulante, provocadas por variaciones de la demanda de igual naturaleza, que aunque sea en épocas de estabilidad siempre se producen. Nosotros sin embargo, pensamos que para financiar tales expansiones se deben utilizar los créditos a corto plazo, y no recursos de carácter permanente como son los fondos de amortización, ya que cuando el activo circulante recupere su nivel normal (lo que se va a producir con cierta periodicidad) los recursos financieros pertenientes al fondo de amortización tendrán que permanecer ociosos en la caja de la empresa, en detrimento de la rentabilidad general de la misma.

En épocas de estabilidad o recesión con los fondos de amortización se podrán devolver deudas evitando así tener que pagar intereses por ellas, y aumentando de esta forma (con vistas a posibles etapas de expansión, en las que quizá se necesite acudir al crédito) el grado de autonomía financiera de la firma. Se podrá también, en el caso de que la recesión de la demanda sea definitiva, utilizar el fondo de amortización para devolver parte del capital propio, si se observa que el tamaño de la empresa es excesivo y el grado de endeudamiento ha alcanzado ya su valor. Por último, antes de dejar ociosos los recursos del fondo de amortización en la caja de la empresa o en una cuenta corriente a la vista (el 0,50 por 100 de interés, por ejemplo, es realmente una rentabilidad insignificante), siempre se podrán colocar en una cuenta de ahorro o, la que suele ser todavía mejor, invertirlos en el mercado

de valores, formando una cartera en la que se conjuguen de la forma más conveniente los objetivos de rentabilidad, seguridad y liquidez. Aunque este tipo de inversiones extra funcionales sólo deben llevarse a cabo cuando en el seno de la empresa no exista otra alternativa mejor.

En suma, en épocas de expansión de la empresa, la amortización constituye una fuente de financiación de inapreciable valor, cuyos recursos se invierten casi espontáneamente a medida que se van generando, y cuya rentabilidad es tan clara que ni siquiera se pierde el tiempo en calcularla. Una firma en expansión está siempre falta de liquidez sedienta de recursos financieros. En cambio en épocas de estabilidad y depresión es mucho menos importante la función financiera de las amortizaciones, teniendo a veces que acudir a inversiones extrafuncionales (inversiones en valores mobiliarios) para obtener una rentabilidad aceptable.

De cualquier forma, a las amortizaciones hay que contemplarlas dentro del plan general de financiación e inversión de la firma, siendo su función financiera la que se le asigne en este contexto más amplio.

Otra parte de autofinanciación de mantenimiento es la provisión. Las provisiones son retenciones de beneficios que se hacen en la empresa para constituir fondos de provisión con los que hacer frente a pérdidas ciertas (que vamos a tener) que todavía no se han producido y a gastos futuros. En definitiva son provisiones para riesgos y gastos, como los destinados a fondos de pensiones, pagar impuestos, afrontar responsabilidades procedentes de litigios en curso o indemnizaciones, entre otros. Generalmente forman parte del pasivo a corto plazo, y pueden ser consideradas como autofinanciación.

2. La autofinanciación de enriquecimiento es la destinada a aumentar la potencialidad de la empresa, es decir, para acometer nuevas inversiones que conllevan el crecimiento a la empresa. Este tipo de autofinanciación está constituida por los beneficios no distribuidos, ahorrados (las reservas y el exceso de fondos de amortización sobre la depreciación económica) y las provisiones sobre riesgos y gastos a cubrir.

Las reservas, en general, están constituidas por todos los beneficios conservados a disposición de la empresa, que no se han incorporado al capital. Se pueden distinguir varios tipos de reservas, tales como la legal, la estatutaria, las voluntarias, cuenta de regularización, por prima de emisión de acciones, etc. Nótese que si provienen de la explotación, son recursos autogenerados por la empresa.

Las amortizaciones como tuvimos ocasión de comprobar anteriormente,



suponen la incorporación del valor del activo fijo al coste del producto; es decir, mediante el proceso de amortización, se recupera el activo fijo, convirtiéndose en líquido a través de la venta del producto, ya que el precio de venta del producto lleva incorporado con un coste más, la depreciación de los activos. Los fondos que provienen de la amortización están disponibles para la empresa, constituyendo un recurso financiero a corto o largo plazo, según la cercanía de la renovación de activos.

Las reservas y las amortizaciones constituyen las partidas fundamentales de la autofinanciación empresarial, o sea, de los recursos autogenerados por el proceso productivo. Las amortizaciones compensan la pérdida de valor de los activos fijos, por lo que ayudan a mantener estable el nivel total de activos empresariales. Se puede hablar, por tanto, de un activo fijo bruto y otro neto de amortizaciones. Por el contrario, las reservas aumentan los recursos financieros y al materializarse en ciertos activos, aumentarán el nivel de los mismos, es decir, cooperarán al crecimiento de la empresa.

Los remanentes y los resultados de ejercicios anteriores constituidos por resultados no repartidos ni aplicados específicamente a ninguna otra cuenta también pueden ser considerados como un tipo de fuente de autofinanciación.

La autofinanciación como una modalidad de financiación tiene muchas ventajas. Las ventajas más importantes son las siguientes:

- a) La autofinanciación le permite a la empresa disfrutar de una mayor autonomía y libertad de acción. La ampliación de créditos (sobre todo los créditos a largo plazo) exige siempre una serie de trámites que necesitan tiempo y originan gastos. En el mejor de los casos, cuando la ampliación del capital tiene éxito o se consigue el crédito, tanto los nuevos accionistas como los acreedores exigirán participar en la gestión, en la forma que les confiere la ley. La retención de beneficios es una decisión del Consejo de Administración, o simplemente del Consejo Directivo. El Consejo de administración no necesita autorización de una Junta General Extraordinaria de Accionistas, tal como ocurre en la ampliación del capital o en la emisión de un empréstito de obligaciones. El Consejo de Administración tendrá que dar cuenta de su decisión de retención en la Junta General ordinaria, que se celebrará a comienzos del ejercicio siguiente, pero en la cual la aprobación de las decisiones del Consejo es normalmente un mero trámite.
- b) Las reservas constituyen para la sociedad una fuente de recursos financieros que no es necesario remunerar. Al acreedor, hay que pagarle intereses, y al accionista dividendos, mientras que la retención de beneficios no implica carga financiera explícita alguna. No obstante, la retención está asociada a un coste de oportunidad muy preciso. Por eso, la empresa debe obtener, con los beneficios

retenidos, un rendimiento al menos igual al que se hubiera obtenido invirtiendo dichos beneficios fuera de la sociedad.

- c) Para las empresas pequeñas y medianas, la autofinanciación constituye prácticamente la única forma de obtener recursos financieros a largo plazo. En efecto, para este tipo de empresas, resulta muy difícil el acceso al mercado de capitales, encontrándose en inferioridad de condiciones respecto a las grandes empresas. Por ello, no es de extrañar que las empresas pequeñas y medianas recurran intensamente a la autofinanciación.

La utilización de la autofinanciación por parte de la empresa también presenta inconvenientes, tanto para los accionistas como para la empresa.

- a) Inconvenientes para los accionistas La autofinanciación, cuando lleva a una acumulación excesiva, es contraria al propio espíritu del contrato de sociedad. Éste es un contrato en virtud del cual dos o más personas se asocian, poniendo algo en común con la finalidad de llevar a cabo una actividad determinada para obtener beneficios y repartirlos. La retención de beneficios supone pues, en alguna medida una burla de la propia naturaleza del contrato de sociedad. Bien es verdad que el sacrificio de los accionistas en el presente debe ser compensado con unos mayores beneficios en el futuro, pero también es cierto que el accionista se ve proveído de unas rentas en el presente que a lo mejor necesita para vivir.
- b) Inconvenientes para la empresa La autofinanciación, a veces provoca que se realicen inversiones poco rentables en la empresa. Por el mero hecho de encontrarse con unos recursos financieros que no ha resultado difícil obtener y que además, no hay que remunerar, la empresa los invierte con cierta alegría y además, por aquello de que “por poco que renten siempre será mejor que tenerlos en caja”. La empresa acude generalmente a los recursos financieros externos, cuando tiene en perspectivas oportunidades de inversiones rentables. Sin embargo, no ocurre lo mismo con la autofinanciación ya que existe por la general, una desconexión o al menos, una relación más débil entre las decisiones de inversión y financiación.

La autofinanciación limita a veces que se realicen inversiones rentables. Las oportunidades o necesidades de inversión en la empresa se presentan de forma discontinua en el tiempo, mientras que la autofinanciación se va generando lenta y gradualmente, dependiendo de los mayores o menores beneficios y de otras circunstancias. Por ello, cuando se presenta una buena oportunidad de inversión, que a lo mejor exige elevados desembolsos, la empresa con frecuencia no dispone de recursos suficientes, o ya los tiene comprometidos en otra inversión menos buena.

La autofinanciación, al reducir los dividendos, disminuye la rentabilidad de las acciones y, de esta forma, el valor de las acciones en la bolsa desciende. Desde el

punto de vista teórico, la retención de beneficios no debiera influir sobre la cotización de las acciones, ya que la menor rentabilidad en el presente va a compensarse con ganancias de capital en el futuro, bien sea en forma de acciones liberadas que se le entregan a los accionistas (se le entregan gratuitamente), o bien en forma de plusvalía en caso de venta en bolsa o liquidación de la sociedad. Sin embargo, empíricamente se ha comprobado que la retención de beneficios, al disminuir la rentabilidad de las acciones, disminuye el valor de las acciones en bolsa, lo cual prueba que el inversor en bolsa prefiere la rentabilidad inmediata. La autofinanciación dificulta, pues, el posible acceso de la empresa al mercado de capitales.

Para la macroeconomía o la gestión de la economía de un país, la autofinanciación también tiene inconvenientes de carácter general.

- a) La autofinanciación es la causa de los desequilibrios en el reparto de la inversión entre las empresas, los sectores y las regiones económicas, pues son las empresas que disfrutan de una posición de monopolio o casi-monopolio las que obtienen beneficios importantes, que les permiten practicar la autofinanciación a gran escala y llevar a cabo inversiones importantes. Este fenómeno acumulativo refuerza la posición de monopolio de las grandes empresas y acentúa las diferencias con las restantes. Las diferencias que se manifiestan también entre las empresas de los diferentes sectores y regiones económicas.

Los detractores de la autofinanciación consideran que estos desequilibrios en el reparto de la inversión no se producirían, si las empresas acudieran al mercado de capitales y no practicasen la autofinanciación. Ellos consideran que el ahorro que vuelve a las empresas a través del mercado de capitales es igual o superior al ahorro distribuido por aquéllas. Suponen que los dividendos son, en general, percibidos por personas de rentas altas con una elevada propensión a ahorrar y que, además, los mayores dividendos animarán a ahorrar y a invertir en acciones a otros muchos consumidores, cuya falta de estímulo se hallaba precisamente en el bajo rendimiento de las acciones, motivado por la práctica de una excesiva autofinanciación. Sin embargo, los partidarios del acceso al mercado de capitales, y a la vez los detractores de la autofinanciación, parten del supuesto de que dicho mercado se ajusta a las hipótesis de competencia perfecta, lo que tampoco es cierto. El mercado de capitales quizá sea el más imperfecto de todos los mercados, y en el cual también se encuentran en una situación de privilegio las grandes empresas. Como la autofinanciación, el mercado de capitales crea zonas de inversión privilegiada, zonas de superinversión frente a zonas de subinversión. Estos desequilibrios no compensan más que raramente y parcialmente los creados por la autofinanciación. Lo más frecuente es que ellos se acumulen.

- b) La autofinanciación produce inflación de costes. Las empresas que practican la autofinanciación tratan de aumentar sus beneficios elevando el precio de sus productos, con el objeto de poder acumular reservas a una cantidad conveniente y

al mismo tiempo, podrán repartir unos dividendos aceptables. Esta repercusión del coste de la autofinanciación al consumidor sólo es posible cuando la empresa disfruta de una situación de monopolio o de competencia imperfecta, ya que en competencia perfecta, como se sabe, una empresa no puede elevar unilateralmente el precio. Este inconveniente que esgrimen los detractores de la autofinanciación al disminuir los dividendos reduce la demanda de los consumidores. Se contrapone una inflación de costes con una deflación de demanda.

- c) La autofinanciación reduce el excedente del consumidor, ya que no es éste quién decide el empleo de su propia renta, sino que son otros los que invierten por él. Si la sociedad repartiera todo el beneficio obtenido, los accionistas podrían gastarlo según su libre albedrío, y su satisfacción sería mayor.
- d) La autofinanciación se practica a veces para evadir impuestos, tal como ocurre, por ejemplo, con las reservas ocultas.
- e) La autofinanciación favorece la formación de grandes monopolios, que pueden poner en peligro la estabilidad económica e incluso a la propia estabilidad política del país.
- f) Algunos economistas objetan que la autofinanciación oculta o disimula la verdadera importancia del beneficio del capital.

### **4.3 Financiación externa**

La financiación externa es un proceso en que las empresas absorben ahorros de otros agentes económicos para destinarlos a la inversión en su propia empresa. La financiación externa como un tipo de modalidad para captar capitales incluye los contenidos concretos como la emisión de acciones y obligaciones, los empréstitos bancarios, la financiación por créditos comerciales, leasing financiero, etc. Debido a que los capitales con origen en la financiación externa provienen de otros agentes económicos, la realización de la financiación externa puede evitar el límite de la capacidad de ahorro propio. Con la financiación externa se puede captar los dispersos y pequeños capitales para formar un fondo de gran volumen y así, poder mostrar suficiente eficiencia en la financiación. La realización de financiación externa, tanto por la emisión de acciones u obligaciones como por préstamos o créditos, debe sujetarse a limitaciones. Por eso, en comparación con la financiación interna, en el proceso se echa en falta, en cierto sentido, autodecisión para la empresa. En la financiación externa, la empresa tiene que pagar costes y gastos. En algunas condiciones, como por ejemplo en la financiación por préstamo, se tienen que devolver los empréstitos y pagar intereses. La financiación externa siempre conlleva algunos riesgos. Generalmente, la financiación externa consta de dos partes

principales: la financiación por préstamos y la financiación por acciones. En la primera, cuando la empresa devuelve el empréstito y paga los intereses, se podrá encontrar con una crisis de liquidez lo que genera un riesgo financiero. En la financiación por acciones, debido a la fluidez de las acciones en el mercado bursátil, se va a generar un riesgo de negociación frecuentemente. La financiación externa proviene de lo que llamamos el mercado financiero.

Ninguna empresa puede satisfacer con normalidad sus necesidades de financiación mediante la financiación interna únicamente. Necesita acudir al mercado financiero en busca de financiación externa que sirva de complemento a la financiación generada internamente por la propia empresa, a la hora de llevar a cabo los diferentes proyectos de inversión, que con el transcurso del tiempo se le van presentando a si misma. Pero aunque en efecto, la empresa fuera autosuficiente financieramente hablando, probablemente haría uso del endeudamiento por razones económicas para aprovecharse de las ventajas que se derivan de un efecto de “palanca positivo”. Para ello forzosamente, habrá que acudir la empresa al mercado financiero para colocar los excedentes (transitorios o permanentes) de tesorería. Una empresa no es una isla en medio del universo económico, sino que opera en estrecho contacto y relación con su entorno o marco económico y en particular, con el mercado financiero.

La característica de los sistemas económicos modernos es la libertad. En una economía libre ahorran los que pueden y quieren, e invierten los que quieren y encuentran dinero. Para conseguir ahorrar e invertir, debe existir un sistema financiero con sus intermediarios. El sistema financiero es un conjunto de instituciones o intermediarios financieros, relacionados entre sí directa o indirectamente, que recogen el ahorro ocioso y lo conectan con la inversión. Lo más concreto y representativo del sistema es el mercado financiero.

Son cuatro las categorías o clases de agentes económicos que operan en el sistema económico (del cual el sistema financiero es un subsistema) como oferentes de fondos (ahorro) en determinados momentos y como demandantes en otros, a saber:

- 1) El sector de las economías domésticas (familias en general).
- 2) El sector empresarial (en el que se incluyen todo tipo de empresas, cualquiera que sea su actividad o forma jurídica).
- 3) El sector público (gobierno y administraciones públicas en general).
- 4) El sector exterior (resto de los países del mundo, en tanto actúan como emisores o receptores de remesas de ahorro del país de referencia, bien sea a nivel de los respectivos gobiernos o como consecuencia de transacciones entre particulares).

Los excedentes de ahorro de unos agentes económicos pueden llegar a los agentes económicos demandantes de fondos por tres vías diferentes:

- a) A través de las instituciones o intermediarios financieros (bancos y cajas de ahorro en general), que captan ahorro (depósitos) de unos clientes y se lo prestan a otros clientes que lo necesitan, lucrándose con la diferencia entre los tipos de interés pagados por los depósitos recibidos y cobrados por los créditos concedidos.
- b) Por medio de los “mercados financieros” que son plazas o foros organizados en donde los oferentes y demandantes de fondos efectúan sus transacciones.
- c) Mediante la “colocación directa”, que son arreglos entre los oferentes y demandantes de fondos prestables sin que intervenga intermediario alguno y sin pasar por los mercados financieros.

Mediante estos tres caminos, los ahorros fluyen desde los agentes con superávit hacia aquellos con déficit. En los países occidentales que tienen un sistema de economía de mercado, la mayor parte del ahorro es generado por los particulares o economías domésticas, configurándose el correspondiente sector como un “prestamista empresarial”, en contrario, es un “prestatario neto”, porque en el mismo ocurre los fenómenos contrarios. En el ámbito mundial, los países avanzados generalmente son oferentes de capitales y los países en desarrollo suelen ser prestatarios mundial. Ahora las empresas de mundo realizan, en mayor escala, la financiación externo en el ámbito mundial a través del mercado financiero mundial.

La financiación externa es la procedente de fuera de la empresa. Sin embargo, debe distinguirse entre la que viene de los propietarios, mediante aportaciones y ampliaciones de capital, la cual no hay que devolver, y la ajena, que está formada por deudas que la empresa contrae y que tiene que devolver. Así, se trae los dos partes de financiación externa: financiación por deuda y financiación por acción.

Antes de seguir, conviene no confundir la financiación externa con la financiación ajena. La financiación externa que incluye la financiación ajena comprende los préstamos o créditos, la emisión de obligaciones y las aportaciones de los socios (capitales de acciones). Cuando una empresa obtiene capital propio emitiendo acciones (por ejemplo cuando hace una ampliación de capital) aumenta sus recursos financieros propios, los cuales proceden del exterior de la empresa y no han de devolverse. En cambio, la financiación ajena (que también procede del exterior) está formada por deudas que la empresa contrae y que tendrá que devolver. Centrándonos en el medio y largo plazo, dicha financiación ajena la componen los préstamos o créditos a medio y largo plazo y los empréstitos (emisión de obligaciones). En cierto sentido, la financiación ajena es justamente la financiación por deuda. La clasificación de financiación externa se realiza según los caracteres de los medios intervenidos. En

la base de la clasificación, vamos a analizar detalladamente los tipos o los modelos de financiación externa.

#### **4.3.1. Financiación externa con emisión de acción**

Una acción es un título que representa la parte alícuota del capital de una sociedad. Cada acción otorga unos derechos a su poseedor o titular, como participar en la junta de accionistas, participar de los beneficios y acreditar el valor de la empresa, en la medida de su participación. En cierto sentido, los derechos de los accionistas se consiguen con la premisa de que se ceda la propiedad de los capitales correspondientes a las acciones de la empresa formando los activos empresariales. Por eso, también se puede denominar a la financiación por acciones como financiación de propiedad. Ésta es la diferencia principal con la financiación por deuda. La ventaja fundamental de las acciones consiste en que permiten acceder al ahorro de otros agentes económicos. Otra ventaja importante deriva del hecho de que el accionista no responde con sus bienes particulares ante las pérdidas de la sociedad, por lo que sus pérdidas sólo se reducen a la cantidad que haya invertido para comprar las acciones.

La financiación por acciones es un tipo de modalidad concreta de financiación que no se utiliza sólo en la financiación externa sino también en la financiación interna.

Respecto a la financiación por acciones, algunos autores consideran que se debe clasificarla totalmente como financiación interna. Ellos diferencian la financiación interna con la financiación externa según los caracteres del origen de los capitales. En sus opiniones, todos los inversionistas en acciones empresariales, tanto los fundadores como los nuevos, son poseedores de la empresa o “personajes dentro de la empresa”. Sus inversiones deben pertenecer al ámbito de la financiación interna. Por el contrario, los prestamistas son los “personajes de fuera de la empresa”. Porque ellos no tienen ninguna relación directa con la propiedad de la empresa. De ahí, la financiación por deuda (o financiación ajena) es puramente la financiación externa.

En el ámbito académico, también hay otras opiniones. El capital social está constituido por las aportaciones de los propietarios, socios o accionistas de la empresa. El capital social está dividido en acciones y las cuales, son partes alícuotas del capital social que confieren a su titular el título de socio. Desde el punto de vista de la empresa, por la misma razón, la inversión de los socios o los participantes y los ahorros empresariales son fuentes de la financiación interna. Otras inversiones, incluyendo los capitales invertidos por los accionistas fuera de la empresa, son fuentes de financiación externa. Las diferencias entre las dos opiniones académicas radican en las diferentes valoraciones sobre el carácter de la acción. Respecto a estas dos opiniones, tomamos en la tesis, la segunda opinión. Porque el objeto de la clasificación sobre las modalidades de financiación sirve para analizar los costes y los riesgos de financiación en las diversas modalidades, y aún más, investigar con qué

estructura de capital se puede maximizar la propiedad de los accionistas. Aquí los accionistas de referencia son los accionistas actuales. Por eso, la investigación de la estructura del capital se realiza desde el punto de vista de los accionistas actuales para maximizar sus beneficios. Para los accionistas actuales, la clasificación del segundo se puede fijar y analizar los costes y los riesgos con más claridad.

La financiación por acciones se puede clasificar generalmente en dos tipos: financiación por acciones ordinarias y financiación por acciones preferentes. Ambos tipos constituyen las formas de emisión clásicas de acciones, mientras que las últimas son una novedad de 1990. Las acciones preferentes confieren a sus titulares, determinados privilegios que no disfrutaban los tenedores de acciones ordinarias, como es el hecho de percibir unos dividendos predeterminados sobre los beneficios de la empresa. Por el contrario, las acciones ordinarias percibirán dividendos sólo cuando así lo considere conveniente la junta directiva de la empresa en cuestión. Los propietarios de acciones individuales son los propietarios últimos de la empresa; cuando ésta se liquida, el remanente se distribuirá entre este tipo de accionistas.

La emisión de acciones para obtener recursos es el instrumento más importante de la financiación externa. Los mercados financieros que están relacionados con la emisión y compraventa de acciones son los mercados de capitales:

El mercado de capitales se divide en dos partes: mercado primario y mercado secundario. Mercado primario es mercados de emisión de nuevas acciones, donde se pone en contacto la empresa que emite las acciones y los inversores que los compran. Las empresas emiten acciones como medio para obtener recursos que las compran los inversores. La emisión de acciones tiene dos formas:

- a) Acciones creadas a la par:  $\text{precio de emisión} = \text{valor nominal}$
- b) Acciones emitidas con prima:  $\text{precio de emisión} = \text{valor nominal} + \text{prima}$

Puede suceder que la empresa necesite nuevos recursos y que acudan ampliaciones de capital, aquí es donde la ley reconoce a los accionistas antiguos, ya sean ordinarias o preferentes, el derecho preferente de suscripción. Cuando se ejerce este derecho, al producirse una ampliación de capital, la acción antigua se denomina acción ex-derecho.

La ampliación de capital es una de las decisiones de más importancia para la empresa. Para ello deberán asistir a la Junta General de Accionistas como mínimo el 50% del capital con derecho a voto en 1ª convocatoria, siendo del 25% en la 2ª convocatoria. Pero para tomar las decisiones, se deberá contar con el voto favorable de al menos 2/3 del capital allí representado.

En toda ampliación de capital existen 2 requisitos:



- a) Un requisito legal, por el que el valor efectivo nunca debe ser inferior al valor nominal.
- b) Un requisito de mercado, por el cual el valor efectivo debe ser inferior al precio de cotización de las acciones en el mercado.

Las ampliaciones de capital se pueden realizar al menos de 6 formas:

- a) Mediante nuevas aportaciones, el objeto de esta ampliación de capital es incrementar los recursos financieros a disposición de la empresa y esas aportaciones pueden ser dinerarias o no dinerarias.
- b) Mediante la compensación de créditos contra la sociedad, en este caso transformándose un pasivo exigible (deuda) en capital de la empresa (neto), con el consentimiento previo del acreedor convirtiéndose este último en accionista de la sociedad. La transformación se muestra por el gráfico 4.2

**Gráfico 4.2 La transformación de deuda en capital**

Préstamo	a	Capital social
----------	---	----------------

Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y. (2003)

- c) Mediante transformación de reservas, en este caso ni se incrementan los recursos financieros ni aparecen nuevos accionistas, sino que lo que se produce es un incremento del valor nominal de las acciones ya existentes. (damos de baja reservas de libre disposición a capital social)
- d) Mediante conversión de obligaciones en acciones, en este caso, también convertimos pasivo exigible (obligaciones) en neto (capital social). Convirtiéndose así los antiguos obligacionistas en socios de la empresa.
- e) Mediante la transformación de plusvalías en capital, las plusvalías aparecen cuando se genera una Ley de Actualización de Balances, gracia a la cual las empresas podrán adaptar la valoración de determinados activos a sus valores de mercado, en esta actualización surge una reserva (Reserva por Revalorización de Activos) la cual pasado un plazo se vuelve de libre disposición, pudiéndose utilizar para la ampliación de capital.
- f) Por absorción de otra sociedad, la sociedad absorbida transmite su patrimonio a la sociedad absorbente. Por lo que esta amplía su capital para remunerar a los accionistas de la absorbida.

En las nuevas aportaciones, el accionista antiguo que desee suscribir nuevas acciones en la ampliación de capital ha de pagar el valor exigido por la empresa y entregar el número de derechos necesarios, conforma sea la ampliación.

El derecho de suscripción es la pérdida de valor que experimentarían las acciones después de la ampliación o efecto de dilución. Para calcular el valor teórico de un derecho de suscripción, se introduce las siguientes fórmulas:

$$d = P_o - P_d \quad (\text{fórmula 1})$$

$$P_d = \frac{NP_o + MP_1}{N + M} \quad (\text{fórmula 2})$$

$$d = P_o - P_d = P_o - \frac{NP_o + MP_1}{N + M} = (P_o - P_1) \frac{M}{N + M} \quad (\text{fórmula 3})$$

Donde:  $N$  = Número de acciones antiguas en circulación.

$P_o$  = Valor de mercado de una acción antigua (que vamos a suponer que coincide con su valor contable).

$M$  = Número de acciones de la ampliación de capital.

$P_1$  = Precio de emisión de una acción nueva.

$d$  = Valor teórico del derecho de suscripción.

$P_d$  = Valor de las acciones (antiguas + nuevas) después de la ampliación

De estas fórmulas, el valor de mercado de las acciones antiguas sería:  $NP_o$ , mientras que después de la ampliación del capital, el valor de todas las acciones (antiguas y nuevas) será:  $NP_o + MP_1$ .

Por lo tanto, el valor de una acción después de la ampliación  $P_d$  (ya sea antigua o nueva) será: la fórmula 2.

Consecuentemente, la merma en el valor efectivo (suponemos que coincide con el contable) y, por lo tanto, el valor teórico del derecho de suscripción  $d$  será: la fórmula 3.

El mercado secundario es un mercado de negociación de títulos, donde se compran y venden títulos ya emitidos. Las acciones cuentan con un valor nominal que es el que se da en su emisión. También, tienen valor efectivo en el mercado secundario, que es el valor de mercado de una acción determinada. Su mayor o menor cotización dependerá de la oferta y la demanda. El mercado secundario tiene algunas funciones básicas:

- a) Ponen en contacto la oferta y la demanda de acciones
- b) Son un mecanismo adecuado para fijar el precio de las acciones
- c) Proporcionan liquidez a las acciones

### 4.3.2. Financiación externa por emisión de deuda

La deuda es un recurso financiero que se ha utilizado como medio de financiación. Se trata de un compromiso formal que adquiere una empresa con un tercero para la cancelación de una obligación a un plazo predeterminado, extinguiéndose la misma con su ejecución. La financiación por deuda puede resultar económicamente más conveniente que mediante los recursos propios. En comparación con los recursos propios, la deuda generalmente tiene las siguientes ventajas:

- a) No afecta al control de la empresa. Así como el accionista tiene derecho a participar en la gestión empresarial, aunque sólo sea mediante su asistencia a las Juntas Generales el prestamista sólo podrá imponer cláusulas restrictivas sobre algunos aspectos de la gestión (dividendos, liquidez, etc.) a la hora de concertar el préstamo.
- b) La deuda es más flexible que las aportaciones de los socios o accionistas, en la medida en que los recursos propios tienden a permanecer indefinidamente en la empresa y, por tanto, habrá que remunerarlos todos los años. Por el contrario, la deuda sólo permanecerá en la empresa durante el plazo por el que se haya contratado, e incluso menos, si se acuerda amortizar por anticipado. En este sentido, es posible regular la cantidad de deuda, de modo que se adapte al nivel de inversión de la empresa.
- c) Habitualmente, la deuda es más fácil de conseguir que las nuevas aportaciones de los accionistas. Esto es especialmente cierto en períodos de crisis, cuando el accionista tiene menos confianza en la inversión. En estos casos, la deuda puede conseguirse si se avala convenientemente o se asegura su devolución mediante el respaldo de activos concretos de la empresa.

Desde el punto de vista empresarial, la financiación ajena mediante captación de recursos de las entidades financieras es la más importante. Estos recursos financieros suelen ser ofrecidos por todos los intermediarios financieros. Los intermediarios financieros son las instituciones que recogen el ahorro de los agentes económicos con excedente y lo hacen llegar a los agentes económicos con carencia déficit, o los invierten ellos mismos en determinados tipos de activos financieros, lucrándose con la diferencia entre los tipos de interés de las operaciones activas o colocaciones y las operaciones pasivas o depósitos. Por lo que se refiere al caso concreto, los bancos comerciales y las cajas de ahorro son, con mucho, los intermediarios más importantes dentro del sistema financiero de un país, dado el elevado volumen de recursos que manejan, a los que hay que añadir los bancos industriales o de negocios, las entidades oficiales de crédito, las cooperativas de crédito, las sociedades de inversión mobiliaria, compañías de seguros, entidades de financiación, sociedades mediadoras del mercado

de dinero, entre otros. Todas estas instituciones se hallan sometidas a una fuerte regulación e intervención estatales y, en particular, del banco central.

### **4.3.2.1 Emisión de obligaciones**

La emisión de obligaciones suele ser utilizado principalmente por las grandes empresas. Se trata de un préstamo fraccionado en títulos emitidos por una empresa que es quién recibe el dinero y adquirirlos por las distintas personas que invierten fondos en dichos títulos con la expectativa de obtener determinada rentabilidad con cobro de intereses y de recuperar su dinero al vencimiento del empréstito. Las obligaciones son títulos que podrían ser negociables (se pueden comprar y vender), no obstante, el importe total de las obligaciones que puede emitir la sociedad está limitado, por regla general, al importe de sus fondos propios.

La política de la emisión de las obligaciones está dominada por la preocupación que entraña el endeudamiento de cierta importancia a cargo de la sociedad y por ello, la emisión de las obligaciones es un acto que no se decide por los administradores de la sociedad, sino que por la Junta general.

Según diferentes criterios, las obligaciones se clasifican en:

- Nominativas y al portador: Cuando las obligaciones están documentadas en un título, podrán ser nominativas o al portador. Esta distinción tiene importancia a los efectos de la transmisión del título, que ha de regirse por los preceptos generales relativos a los títulos valores.
- Simple y garantizadas: Son obligaciones simples aquellas que no tienen otra garantía que el patrimonio general de la sociedad o entidad emisora. Obligaciones garantizadas son las que, además de esa garantía, tienen alguna especial, que puede ser hipotecaria, pignoratícia, con garantía del Estado, de Provincia, o Municipio o con aval solidario de una entidad de crédito. La existencia de unas garantías especiales consiente a la sociedad hacer emisiones cuyo importe supere al capital desembolsado, más el importe de sus reservas, pues en principio está prohibido que el importe total de las emisiones sea superior a esa cifra.
- Con primas o sin ellas: En la realidad se dan distintos supuestos de obligaciones caracterizadas porque se envuelve al obligacionista en el momento de la amortización una determinada prima o suma junto al importe de su valor nominal.
- Obligaciones canjeables: Las obligaciones canjeables se distinguen de las “convertibles” en que los obligacionistas no van a convertir sus obligaciones

por acciones que ha de emitir la sociedad, sino porque, en los términos establecidos en el acuerdo de emisión de las obligaciones, se prevé que los obligacionistas tienen la posibilidad de amortizar sus obligaciones obteniendo a cambio acciones ya emitidas de las que puede disponer la sociedad, no ya simplemente porque sean acciones propias, sino también en el caso de las acciones emitidas por otras sociedades.

- Obligaciones convertibles: Una de las variedades de la emisión de obligaciones es la de obligaciones convertibles en acciones. Dentro de ellas surgen, a su vez, distintas modalidades, si bien la L.S.A. ha centrado su atención en una de ellas, lo que no impide que puedan utilizarse otros procedimientos.

(1). La sociedad anónima podrá emitir obligaciones convertibles en acciones siempre que la junta general determine las bases y la modalidades de la conversión ya puede aumentar el capital en la cuantía necesaria.

Con anterioridad a la convocatoria de la Junta, los administradores deben redactar un informe que explique las bases y modalidades de la conversión, que deberá ser acompañado por otro redactado por un auditor de cuentas, distinto del auditor de la sociedad, designado al efecto Registro Mercantil. La relación de conversión de las obligaciones en acciones puede ser fija (por ejemplo: una acción de determinada valor nominal por cada dos acciones convertibles) o variable (por ejemplo: la conversión dependerá del valor medio de cotización de las acciones en el momento en que se ejerce esa conversión). En todo caso, las obligaciones convertibles no pueden emitirse por una cifra inferior a su valor nominal, ni pueden ser convertidas obligaciones en acciones cuando el valor nominal de aquéllas sea inferior al de éstas.

Los accionistas de la sociedad tendrán derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles, e igual derecho corresponderá a los titulares de las obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores en la proporción que les corresponda según las bases de la conversión.

(2). La Ley de la Sociedad Anónima establece que, salvo que la Junta general acuerde otro procedimiento, los obligacionistas podrán solicitar en cualquier momento la conversión. En este caso, los administradores, dentro del primer mes de cada semestre, emitirán las acciones que correspondan a los obligacionistas que hayan solicitado la conversión durante el semestre anterior e inscribirán durante siguiente mes en el

Registro Mercantil el aumento de capital correspondiente a las acciones emitidas.

(3). Aun cuando la Ley de Sociedades Anónimas no las regula ha de admitirse la licitud, dentro de ciertos límites, de la emisión de obligaciones canjeables por acciones ya emitidas de la propia sociedad o bien por las de otra. También es posible la emisión de obligaciones con opción de suscribir o canjear acciones (obligaciones con “bonos de suscripción” o de “canje”) que se diferencia de las obligaciones convertibles y canjeables por el hecho de que su titular pueda transmitir de forma separada el derecho de conversión o de canje permaneciendo con su condición de obligacionista.

La emisión y la suscripción deben ser realizadas según algunos requisitos. Estos requisitos (o reglas), generalmente, están puestos en el acuerdo de emisión, publicidad y garantías.

La emisión es el resultado de un proceso que se inicia con el acuerdo de la sociedad de emitir obligaciones, que ha de ser recogido en escritura pública e inscrita en el Registro Mercantil, y culmina con la suscripción de las obligaciones y entrega de títulos o valores.

En el supuesto de sociedades anónimas el acuerdo de emisión habrá de ser adoptado por la Junta general, en que se fijarán las condiciones de la emisión de obligaciones con sujeción a lo dispuesto en la Ley y los estatutos sociales (reglo de la LSA Español). En todo caso lo relevante es que dentro de la de los límites fijados por la Ley y los estatutos, la Junta general, goza de amplias facultades para fijar la modalidad y las condiciones de la emisión de obligaciones.

La Junta general podrá acordar la emisión de obligaciones y dejar a los administradores de aspectos secundarios de la ejecución del acuerdo, como puede ser el momento de su puesta en circulación, etc. Pero también la Junta podrá acordar autorizar a los administradores para que sean ellos los que acuerden la emisión de obligaciones, si lo estiman conveniente. En tal caso, la Junta general en el acuerdo de delegación ha de expresar un determinado límite a esa emisión de las obligaciones, pudiendo los administradores hacer uso de esta facultad delegada, en una o varias veces, dentro del plazo máximo de cinco años. Todos éstos, generalmente, están dispuestos en ciertas leyes.

Según la Ley de la Sociedad Anónima, el acuerdo de emisión se formalizará en escritura pública. Cuando se trate de emisión de obligaciones por parte sociedades anónimas, necesariamente en escritura pública de contener, circunstancias, las reglas fundamentales que hayan de regir la relación jurídica entre la sociedad y el sindicato y las características de éste. Y este acuerdo habrá de inscribirse en el Registro Mercantil

y también en los demás Registros en que sea necesario por la existencia de garantías especiales (esto es, en el Registro de la Propiedad o en el de prenda sin desplazamiento). Estas inscripciones deben ser realizadas antes de poner en circulación los títulos.

La suscripción de las obligaciones puede considerarse como una declaración de voluntad dirigida la sociedad tendente a la adquisición de la condición de obligacionistas, mediante su adhesión al contrato de emisión. Se realiza durante un periodo de tiempo fijado por la sociedad.

Los suscriptores no pueden alterar en el momento de la suscripción las condiciones fijadas por la escritura de emisión, ya que la suscripción implica para cada obligacionista la ratificación plena del contrato de emisión. Una vez suscriba las obligaciones, el obligacionista deberá entregar el importe del desembolso, que puede ser total o parcial. Por otro lado, la sociedad queda obligada a entregar al obligacionista los títulos o a practicar las anotaciones en cuenta, según los casos, y al cumplimiento de las obligaciones asumidas frente a él en la forma establecida en la emisión.

En la escritura de emisión, se señala la situación jurídica del obligacionista frente a la sociedad. El obligacionista tiene derecho a la percepción de los intereses en las condiciones fijadas en la escritura de emisión. También tiene derecho a la percepción de lotes, primas o premios en la forma fijada en la escritura de emisión.

La demora en el pago de los intereses por más de seis meses permite al comisario proponer al consejo de administración la destitución de cualquiera de los administradores y convocar la Junta general de accionistas, si aquéllos no lo hicieron cuando estime que deben ser sustituidos. En el supuesto de obligaciones simples emitidas por persona jurídica de diverso tipo que las anónimas, el impago de intereses por más de dos vencimientos supone vencida la obligación principal y, a partir de ese momento, puede ejercitarse la acción ejecutiva para el cobro de aquéllos y de ésta. El obligacionista también tiene derecho a la amortización de los títulos en el tiempo y la forma convenida.

Para la defensa de los intereses de los obligacionistas se constituye un sindicato que agrupa a todos los suscriptores. Éstos forman una organización compuesta por una Asamblea general como órgano deliberante (semejante en cierto sentido la Junta general de la sociedad anónima) y el Comisario que preside la Asamblea, el cual es el representante legal del sindicato. La LSA exige la constitución de un Sindicato de obligacionistas por cada emisión de obligaciones, aún cuando ésta en las distintas series.

### 4.3.2.2 Préstamos y créditos

El préstamo es un contrato por el cual la entidad financiera (prestamista) entrega al cliente (prestatario) una cantidad de dinero pactada, obligándose éste último al pago de un interés y a la devolución del nominal o principal, de acuerdo con un determinado calendario de amortizaciones. La modalidad en que esto se realiza ha de estar claramente definido en el contrato. Los préstamos tienen las siguientes características:

- a) La cantidad se recibe en una sola entrega
- b) Los intereses se calculan sobre el capital pendiente de devolución
- c) Los plazos están pactados en el contrato de préstamo
- d) Los tipos de interés pueden ser fijos o variables

Generalmente, la autoridad de administración financiera obliga a incluir en este tipo de contratos los siguientes datos:

- a) El tipo de interés.
- b) La periodicidad con que se producirá el devengo de intereses.
- c) Las comisiones.
- d) Modificaciones del tipo de interés pactado.
- e) Los derechos del cliente en cuanto al posible reembolso anticipado.
- f) Los gastos repercutibles.
- g) La indicación de una Tipo Anual Equivalente (TAE).
- h) El importe, número y fecha de los pagos que el deudor debe realizar a la entidad para el reembolso del crédito y pago de los intereses.
- i) Los costes distintos de las comisiones y gastos repercutibles.
- j) En los casos en que la operación dé lugar únicamente a pagos periódicos prefijados, la entrega de los sucesivos documentos de liquidación podrá sustituirse por la inclusión en el contrato de una tabla con todos los pagos o amortizaciones.
- k) En los préstamos a largo plazo con liquidaciones periódicas y de igual cuantía, los documentos de liquidación que correspondan a periodos inferiores al año, podrán sustituirse por otro único de carácter anual que los resuma.

Se suele utilizar el termino préstamo y crédito como sinónimos cuando en realidad el crédito viene a ser la posibilidad que la empresa tiene de endeudarse ya sea emitiendo empréstitos o contrayendo préstamos.

El crédito, en sentido de préstamo es el poder de disposición sobre un capital a cambio de la promesa del deudor de pagarle al acreedor unos intereses y devolverle el principal prestado en una fecha determinada.



Crédito (o la cuenta corriente de crédito) es una operación financiera mediante el contrato de crédito por el que se pone a disposición de una persona física o una entidad un importe de dinero en unas determinadas condiciones y en cierto plazo, pudiendo utilizar la cantidad que quiera en cada momento, siempre que no supere el límite establecido. En todo caso, sólo tendrá que pagar intereses por el crédito dispuesto (usado) y no por el total disponible.

El crédito tienen las siguientes características:

- a) Se formaliza mediante una póliza de crédito. La póliza de crédito es un contrato consensual que se perfecciona por el mero consentimiento y de carácter bilateral, esto es, que obliga a las dos partes. De un lado, la entidad de crédito se obliga a poner a disposición del cliente el importe límite de la póliza acordada. En esta cuenta se pueden realizar también ingresos, de tal modalidad que cuando la cuenta tenga saldo neto positivo, generará incluso intereses a favor del acreditado o titular de la misma.
- b) Se pagan intereses de la cantidad utilizada y una comisión sobre el importe no utilizado
- c) Tiene el funcionamiento similar al de una cuenta corriente.

Para los créditos, suelen clasificarse desde diferentes puntos de vista:

- a) Según su formalización: documentados o sin documentar.
- b) Según la instrucción financiera que lo concede: créditos privados o créditos oficiales.
- c) Según la garantía: créditos con garantía real, personal, hipotecaria, etc.

Según otros criterios, los préstamos y los créditos pueden tener algunas clasificaciones comunes. Según los países de procedencia, tenemos préstamos y créditos de nación e internación. Según el plazo de vigencia, las dos modalidades de financiación tienen los tres tipos:

- a) Corto plazo: operación inferior a 1 año.
- b) Medio plazo: operación entre 1 y 5 años.
- c) Largo plazo: operación superior a 5 años.

En esta parte, nos referimos a los préstamos y los créditos como los de medio y largo plazo. Los créditos a medio y largo plazo forman parte de los capitales permanentes de la empresa y deben financiar el activo fijo o estructura de la empresa. El mercado de los créditos a medio y largo plazo forma parte de lo que se denomina mercado de capitales que a su vez se divide en mercado interno y mercado exterior. Las instituciones financieras que en España conceden créditos a largo plazo son los bancos industriales, la banca comercial en condición de banca mixta, las cajas de ahorro la

banca oficial y otras instituciones financieras como son las cooperativas de crédito, etc.

Debido a la similitud entre préstamos y créditos, la gente, en muchos casos, considera los conceptos indistintamente. Pero los dos no son iguales. Entre los dos, hay muchas diferencias.

El contrato de préstamo es aquel en el que la entidad financiera entrega al cliente una cantidad de dinero, obligándose este último, al cabo de un plazo establecido, a restituir dicha cantidad más los intereses pactados. En el préstamo se pagan intereses por el total del dinero que la entidad financiera pone a disposición del cliente, aunque éste no lo use y quede en el banco. No puede ser renovado automáticamente, es necesario cancelarlo y después abrir otro. Por el contrario, en el contrato de crédito en cuenta corriente, la entidad financiera se obliga a poner a disposición del cliente fondos hasta un límite determinado y por un plazo de tiempo prefijado. El cliente pagará intereses sobre la cantidad que permanezca retirada de la cuenta en cada momento. En el crédito solo se pagan intereses por el capital dispuesto, normalmente por trimestres vencidos y puede ser renovado (crédito en c/c).

La diferencia entre préstamos y créditos se muestran por el siguiente gráfico 4.3:

**Gráfico 4.3 Diferencias entre préstamo y crédito**

Diferencias entre préstamo y crédito	
Préstamo	Crédito
Contrato real, se perfecciona con la entrega del dinero	Contrato consensual, se perfecciona con el consentimiento
Contrato unilateral, sólo produce obligaciones para el prestatario, devolver el capital, abonar los intereses, etc.	Contrato bilateral, genera obligaciones para ambas partes
La entidad financiera entrega al prestatario una cantidad de dinero	La entidad financiera se compromete a poner a disposición del acreditado dinero hasta un límite pactado y durante un período de tiempo prefijado.
El prestatario se obliga a restituir la suma prestada, más los intereses, al finalizar un plazo establecido.	El acreditado puede disponer de los fondos dentro del plazo y límites fijados, realizando disposiciones totales o parciales que se irán reflejando en la cuenta de crédito
El prestatario sólo reduce su deuda con las amortizaciones en los plazos fijados. Estas amortizaciones son devoluciones parciales de la suma prestada y sólo se amortiza totalmente al cancelar el préstamo.	El acreditado puede hacer devoluciones, totales o parciales, de las cantidades dispuestas, que se irán reflejando en la cuenta de crédito, pudiendo incluso superar el volumen de los ingresos al de

	las disposiciones.
Los intereses se abonan por la totalidad del capital pendiente	Los intereses se abonan en función del capital dispuesto.
Las amortizaciones, que se ajustan al cuadro de amortización incluido en la póliza o escritura, suponen una devolución parcial del capital recibido	El capital dispuesto deberá devolverse al vencimiento o en las bajas o reducciones de limite estipuladas

Fuente: "Préstamo y crédito bancario" Sánchez, M. A. (2009)

### 4.3.2.3 Leasing

El Leasing o arrendamiento financiero, es un instrumento de financiación. Resulta difícil encontrar una definición que cubra todos los aspectos de esta operación. Sin embargo, atendiendo a la doble vertiente jurídico-financiera del leasing, podemos definirlo como "una financiación destinada a ofrecer a los industriales y a los comerciantes un medio flexible y nuevo de disponer de un bien de equipo alquilándolo en vez de comprarlo y permitiendo el uso del bien de producción sin adquirir su propiedad. A cambio se ha de pagar durante el tiempo acordado unas cuotas equivalentes a un alquiler, pudiéndose al final optar por adquirir el bien o devolverlo. Esta operación es realizada por sociedades especializadas que compran el material siguiendo las instrucciones del futuro usuario, alquilándoselo durante un plazo convenido y mediando la percepción de un canon fijado en el contrato y que debe reservar al arrendatario una opción de compra sobre el material al término del periodo inicial. Leasing es una forma de financiación empresarial a medio y largo plazo, dado que le permite a la empresa disponer de elementos del activo fijo sin necesidad de disponer de muchos recursos.

Podríamos definir el leasing de una forma más práctica y concreta como un contrato especial de arrendamiento-financiación que permite al usuario-arrendatario disponer de un bien de capital productivo, elegido con absoluta libertad y de acuerdo a sus necesidades, durante el plazo que se pacte, mediante el pago de cuotas periódicas (normalmente mensuales) que incluyen el coste del equipo más los intereses correspondientes. Al final del plazo del contrato, se le ofrecen al usuario-arrendatario tres opciones que puede elegir libremente:

- 1) Comprar el equipo por un precio previamente establecido al finalizar el contrato, que se denominará "valor residual".
- 2) Firmar un nuevo contrato de leasing y continuar utilizando el bien por un nuevo periodo de tiempo mediante el pago de unas cuotas más reducidas que las del primer periodo (calculadas sólo sobre el valor residual).
- 3) Devolver el equipo a la entidad arrendadora.

Leasing tiene las siguientes características:

- 1) La duración de la operación de leasing, que coincide generalmente con la vida económica del elemento patrimonial o con el periodo de amortización fiscal del mismo.
- 2) El importe y el vencimiento de las cuotas que la empresa arrendataria tiene que pagar a las empresas de leasing.
- 3) Al terminar el periodo de alquiler, el contrato suele ofrecer a la empresa cliente tres alternativas:
  - a) Rescindir el contrato y devolver el equipo ya viejo a la empresa de leasing.
  - b) Prorrogar el contrato.
  - c) Comprar la maquina a un precio ya prefijado en el contrato.

En una operación de leasing intervienen las siguientes personas:

- 1) Empresa cliente: que necesita disponer de un activo fijo. También se llama arrendatario, que es quien suscribe el contrato de leasing y disfrutará de la posesión del bien durante la vigencia del contrato, adquiriendo su propiedad cuando se ejercite la opción de compra.
- 2) Una institución financiera que financia (alquila) la adquisición del equipo (empresa de leasing). Estas instituciones puede ser un banco, caja, cooperativa o entidad de crédito especializada en estas operaciones. Reciben el nombre de arrendador.
- 3) Un fabricante o proveedor de bienes de equipo, que es quien va a suministrar el bien con objeto de arrendamiento financiero. El arrendatario normalmente va a seleccionar el bien y el proveedor, aunque quien efectivamente adquiere el bien es el arrendador.

En los contratos de leasing se estipula que del rendimiento, mantenimiento y productividad de los bienes cedidos se responsabiliza el arrendatario. (El que usa la máquina)

Las cuotas de arrendamiento, dentro de cada ejercicio, pueden distribuirse en la forma que convengan las partes con la correspondiente incidencia en la carga financiera, y así, es posible aminorar o no realizar pagos en algún mes del ejercicio, o bien aumentar pagos en determinados meses, como igualmente organizar pagos por periodos diferentes al mes.

Según características del arrendador, generalmente, hay dos tipos de leasing: Leasing financiero y Leasing operativo.

- Leasing operativo: es practicado directamente por fabricantes, distribuidores

o importadores que, de esta modalidad, disponen de un método adicional de financiar sus ventas. Esta operación es un contrato revocable por el que la empresa fabricante o proveedora del bien es la que realiza la cesión a cambio del pago de una cuota durante un periodo determinado. Este tipo de leasing es el que más se aproxima en su funcionamiento al arrendamiento puro. Los gastos de mantenimiento, reparación, etc. corren a cargo de la empresa leasing.

- Leasing financiero: es el arrendamiento con opción de compra. La empresa que desea adquirir un determinado bien contrata con el proveedor su compra, acudiendo posteriormente a una sociedad de leasing, que se constituye en titular del bien, toda vez que lo adquiere. A su vez, la empresa de leasing establece un contrato a favor del cliente usuario en el cual figuran las cuotas a pagar durante el tiempo convenido junto con la cuota residual que reconocerá al arrendatario la titularidad del bien, en el caso que opte por pagar la misma. se caracteriza por ser un contrato de arrendamiento irrevocable por ambas partes, asumiendo el arrendatario el riesgo de obtención, mantenimiento y conservación del bien.

Según el objeto del contrato, se puede clasificar por leasing inmobiliario y leasing mobiliario.

- Leasing inmobiliario: facilita el arriendo de bienes inmobiliarios industriales y comerciales. Los plazos oscilan entre 15 y 20 años.
- Leasing mobiliario: el objeto del contrato es un bien de equipo, vehículos y otros bienes de consumo duradero.

También hay otros tipos de leasing, el más destacado es el contrato de lease-back o retroleasing. Este tipo de contrato supone que una empresa vende a una sociedad de leasing un inmovilizado y a continuación firma con esta sociedad un contrato de leasing cuyo objeto es el bien enajenado. El lease-back es un sistema de recuperar liquidez con lo propios bienes, debido a que al finalizar la operación de leasing, los bienes vuelven a ser propiedad del arrendatario. Es decir, se cede la propiedad en el primero pero no su utilización, en el final, se vuelve a conseguir la propiedad del inmovilizado.

El leasing presenta las siguientes ventajas:

- 1) No supone, a diferencia de la compra, grandes movilizaciones de recursos financieros. A su vez, la utilización de un activo sin disponer de los fondos necesarios para su adquisición supone un alivio financiero para la empresa. Así, se permite la expansión de la empresa que por carencia de financiación necesaria.

- 2) Las cuotas se adaptan a las necesidades del usuario. Así se pueden pactar cuotas más elevadas en determinados meses y más bajas en otros. En este caso, se permite la amortización acelerada del bien, ya que las cuotas del leasing comprenden la amortización del bien y por lo general, la duración del contrato es inferior a la vida técnico-económica del activo.
- 3) El importe de las cuotas de arrendamiento, siempre que el bien se destine a actividad empresarial, son deducibles del impuesto sobre sociedades. En caso de insolvencia el máximo derecho del arrendador es generalmente un año de alquiler, y en caso de renegociación de la empresa, si los elementos de leasing ya no convienen a la nueva estructura, el máximo derecho de la empresa de leasing suele ser 3 años de alquiler.
- 4) Se financia el 100% de los elementos adquiridos, mientras que los préstamos y créditos sólo llegan, en la mayoría de los casos, al 70%. En otro lado, la financiación mediante leasing es por tanto más flexible que la financiación mediante deudas.

Los inconvenientes del leasing son:

- 1) Su elevado coste. Normalmente el coste del leasing suele ser superior al de otros medios de financiación, ya que la compañía de leasing soporta ciertos riesgos. Además las cuotas de leasing, comprenden: la amortización del bien, el interés del capital invertido y los gastos de administración de la empresa arrendadora.
- 2) El carácter irrevocable del contrato. Por su condición de irrevocable disminuye la flexibilidad para adquirir equipos más modernos. (riesgo y obsolescencia a cargo de la empresa cliente).

#### **4.3.2.4 Renting**

Renting es una modalidad de alquiler no financiero a largo plazo para bienes de uso duradero, principalmente bienes de equipo industrial, vehículos, sistemas informáticos y electrónicos, sistemas de seguridad, material de oficina, etc. El renting, que fundamentalmente incorpora un servicio de mantenimiento, poder pactarse la opción de compra al término del contrato. Las empresas que demandan renting suelen ser las pequeñas y medianas. Por ello, la ventaja desde el punto de vista financiero es que el renting nos evita el desembolso que supone el adquirir el bien y poder destinar esos recursos a inversiones que nos proporcionen una mayor rentabilidad.

Fundamentalmente, la diferencia que existe para el arrendatario entre leasing y renting

estriba en que a través del renting no se desea en principio que el bien acabe siendo propiedad del arrendatario; sino más bien, que le permita efectuar el cambio del mismo en el momento que precise.

Las partes que intervienen en un contrato de renting son:

- La empresa arrendadora: Que pone a disposición del arrendatario un bien durante un plazo contractualmente fijado y realiza todas las actividades relativas a la gestión y mantenimiento del bien arrendado.
- La empresa arrendataria: Que alquila el bien comprometiéndose al pago de una renta fija mensual, lo que le otorga el derecho a disfrutar del bien arrendado durante el plazo contractual. Al finalizar el periodo previsto en el contrato, el arrendatario debe devolver el bien.

Las ventajas de renting para los particulares:

- 1) La posibilidad de utilizar un bien sin necesidad de comprarlo.
- 2) Las cuotas de alquiler son fijas e incluyen también el servicio de mantenimiento y el aseguramiento del mismo. (la propia entidad especializada en renting asegura el bien a todo riesgo)
- 3) Las sociedades de renting suelen repercutir en sus clientes los beneficios que suponen sus economías de escala y los descuentos obtenidos de los fabricantes.
- 4) No se movilizan los recursos de la empresa en bienes que precisan una renovación, lo que genera una mayor liquidez permitiendo destinar los recursos de la empresa a su propia actividad principal.
- 5) Al tratarse de un verdadero contrato de alquiler, no se realiza ningún apunte en el activo ni en el pasivo de la sociedad.
- 6) El renting reduce los trámites administrativos al recoger en una sola factura mensual todos los gastos.

Los inconvenientes del renting son:

- 1) Si el alquiler supera la capacidad de uso, supone un coste adicional. (si tienes alquilado el bien mas tiempo del que necesitas)
- 2) No todas las marcas y modelos están disponibles.

- 3) No se dispone de la propiedad del bien.
- 4) La cancelación anticipada del contrato supone una costosa penalización.
- 5) Las reparaciones y mantenimiento han de realizarse en los talleres concertados.
- 6) En la mayoría de los casos, es obligatorio depositar una fianza por el importe de, al menos, dos cuotas.
- 7) Las cuotas de alquiler son elevadas siendo rentable esta modalidad únicamente en el caso de un alto uso del bien objeto de arrendamiento.

### **4.3.3 Créditos a corto plazo**

En la financiación a corto plazo, las deudas se devuelven en menos de 12 meses. En realidad, las modalidades que se utilizan más frecuentemente en este tipo de financiación son préstamos y créditos de corto plazo. Los conceptos generales de estas dos modalidades, ya la hemos introducido en el párrafo anterior. En la mayoría de los casos prácticos, se suele utilizar más los créditos de corto plazo que los préstamos y de ahí existen diversas clasificaciones sobre los créditos. Estos créditos están muy delimitados por su finalidad y se diferencian mucho de los créditos a largo plazo que se basan en la renta esperada de la inversión prevista. En cuanto a los préstamos a corto y largo plazo, se puede decir que casi no hay diferencias entre ellos excepto el plazo. A continuación, intentaremos exponer detalladamente los créditos a corto plazo.

En la gestión diaria, la empresa necesita créditos a corto plazo o crédito de funcionamiento para poder hacer frente a los desfases temporales entre los flujos monetarios de entrada y salida originados por el ciclo de explotación o ciclo “dinero-mercancía-dinero”.

Los créditos a corto plazo que se utilizan con más frecuencia son los siguientes:

- 1) Créditos de pre-financiación, en realidad se necesitan créditos a largo plazo pero mientras se gestionan se piden créditos a corto plazo con carácter provisional.
- 2) Facilidades de crédito concedidas por lo proveedores o crédito comercial.
- 3) La movilización de los créditos concedidos a clientes o descuento comercial.
- 4) Los créditos bancarios con o sin garantía.



#### 5) Las ventas de cuentas a cobrar o factoring.

El crédito comercial es una fuente de financiación ajena que nos viene concedida por los proveedores como consecuencia del aplazamiento en el pago de los suministros. Es una financiación muy utilizada, que se suele obtener de una manera informal y que resulta gratuita para la empresa si el importe de los suministros no varía por el hecho de aplazar su pago.

La póliza de crédito representa una fuente de financiación ajena a corto plazo y constituye una modalidad de crédito bancario a la que acuden con mucha frecuencia las empresas para cubrir necesidades financieras que exige el activo circulante. La póliza se suele hacer efectiva para la empresa mediante la apertura de una línea de crédito. Los créditos se formalizan en una póliza en la que se establecen las condiciones de funcionamiento: límite del crédito, tipo de interés, comisiones, frecuencia de liquidación, etc., instrumentándose a través de una cuenta bancaria que funciona y se liquida de forma parecida a las cuentas corrientes y que permite cuantificar cómo se ha usado el dinero del banco y en consecuencia, calcular el coste de la operación.

### **4.3.3.1 Descuento comercial**

El descuento comercial (o descuento bancario) es una modalidad de financiación ajena convenida entre una entidad financiera y su cliente, y que consiste en la cesión de documentos mercantiles del titular a la entidad, antes de su vencimiento. A cambio, la entidad le anticipa en efectivo el importe representativo en los intereses y comisiones, objeto de la retribución que supone a la entidad financiera la prestación de dicho servicio. Para llevar a cabo el descuento comercial ha tenido que existir, con anterioridad, una operación comercial, que se habrá materializado en letra de cambio u otros efectos financieros desmontables (talones, pagarés).

Las clases de descuento comercial tienen generalmente dos partes: el descuento simple o circunstancial y la línea de descuento. El descuento simple o circunstancial es el que admite o negocia el descuento de un efecto o remesa de efectos, sin que se presuponga el descuento de otras futuras, es decir, se practica de forma individual. La línea de descuento es aquella operación de descuento continua y repetitiva al amparo de una clasificación de riesgo comercial previamente estudiada por la entidad de descuento con un límite y unas condiciones de renovación periódica.

Le descuento comercial tiene las siguientes ventajas:

- 1) Cliente paga más tarde.

- 2) La empresa se financia antes de que le pague el cliente
- 3) Banco cobra intereses y comisiones.

Para las empresas y clientes que acuden con mucha frecuencia a esta fórmula de financiación, lo normal es que soliciten una línea de descuento. Esto le permitirá a la empresa descontar efectos hasta una determinada cantidad que constituye el “límite de crédito”.

### **4.3.3.2. Factoring**

El contrato de factoring, que forma una parte de las modalidades de financiación a corto plazo, es un contrato en virtud del cual una de las partes (cedente) cede a la otra (factor o empresa de factoring) sus créditos comerciales o facturas frente a un tercero al objeto de que la sociedad de factoring realice todos o algunos de los siguientes servicios: gestión de cobro, administración de cuentas, cobertura de riesgos y financiación.

En la negociación de factoring, hay tres partes:

- 1) Empresa cliente: la que solicita el servicio del factor y que va a ceder su cartera comercial.
- 2) Empresa factoring o factor: la que asume la gestión de cobro de la cartera de deudores de la empresa cliente, prestando, en ocasiones, servicios adicionales.
- 3) Deudores de la empresa cliente, que deberán hacer efectivos sus compromisos de pago al factor.

La financiación mediante la fórmula de factoring se formaliza mediante la cesión de una entidad de crédito especializada en factoring, por parte de una empresa, de créditos comerciales contra sus clientes, a cambio de un importe convenido en términos relativos en el contrato, con o sin unos márgenes de variación (un descuento sobre el nominal de los créditos, en función de las características, más una retención sobre el volumen de crédito vivo en algunas modalidades), o disposición discrecional hasta un límite en función de los créditos cedidos.

El factoring tiene las siguientes ventajas:

- 1) Forma de financiación que elimina el riesgo de insolvencia de los compradores.
- 2) Ahorro de tiempo y gastos de gestión de cobro por cuenta propia, por ejemplo: gastos de persona, de material de oficina y de trabajo administrativo.

- 3) Simplifica la contabilidad por que es como si la empresa trabajase con un solo cliente que paga al contado.
- 4) Con la factorización de las cuentas a cobrar, se obtiene financiación a corto plazo desde el mismo momento de la venta y se mejora la liquidez de la empresa.

#### Los inconvenientes del factoring:

- 1) El coste de las operaciones de factoring es elevado.
- 2) La sociedad de factoring no admite toda la cartera de clientes, sino que selecciona aquella con la que quiere trabajar.

Las clasificaciones de factoring tienen principalmente dos tipos, dependiendo de quien asuma el impago, se clasificara:

- 1) Factoring con recurso: la empresa de factoring se hace cargo de la gestión de los deudores y del cobro pero no de los posibles fallidos. Esto es adecuado para empresas con escasez de clientes morosos, siempre y cuando eviten pagar la comisión por cobertura de riesgos.
- 2) Factoring sin recurso: la empresa factor asume el riesgo de impago. En este caso se realizara por parte del factor unos estudios previos sobre la solvencia de los deudores. Así se eleva el coste de la operación para el cliente.

### **4.3.3.3 Otros medios nuevos**

Actualmente, dentro de las fuentes de financiación ajena, también existen otros medios nuevos para realizar la financiación a corto o largo plazo. Los medios utilizados con más frecuencia son las Sociedades de garantía recíproca y los Fondos de capital riesgo. Estos medios tienen un significado especial para las PYMES.

- Sociedades De Garantía Recíproca son sociedades financieras destinadas a cubrir a sus socios frente a los riesgos inherentes de su gestión a través de una actividad empresarial. La situación financiera de las empresas, especialmente, de la pequeña y mediana empresa, con las limitaciones para acceder a las principales fuentes de financiación ha ocasionado que dependan prácticamente del crédito a corto plazo como fuente primaria de financiación. Para solventar esta dificultad a la hora de obtener créditos a medio y largo plazo aparecen las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), cuyo objetivo fundamental es prestar apoyo financiero a las PYMES mediante la concesión de un aval que respalde sus créditos.

Sociedades De Garantía Recíproca tiene las siguientes características:

- 1) La garantía recíproca aporta a las empresas, especialmente, PYMES el aval necesario para conseguir un crédito sin necesidad de presentar garantías complementarias.
  - 2) Agilizan también la concesión de créditos a tipos más bajos que los del mercado.
  - 3) Las sociedades de garantía recíproca, estudian la viabilidad del proyecto presentado.
  - 4) Ayudan a los pequeños y medianos empresarios a estar informados sobre todo tipo de ayudas que puedan obtener y estar al tanto de nuevas oportunidades de negocio.
  - 5) Se constituyen, en la práctica, en el socio del empresario, tanto desde el punto de vista financiero como en otros aspectos.
- Fondos De Capital Riesgo es una cosa nueva en el mercado financiero. Pero ha conseguido un gran desarrollo en recientes años. La expresión "Capital-Riesgo" alude a una actividad financiera especializada y sistematizada que canaliza capitales hacia las empresas con una mejor prosperidad y las pequeñas y medianas empresas con crecida potencia o en buena medida innovadoras, al tomar participaciones en el capital social de las mismas, generalmente en forma minoritaria y temporal.

La sociedad de "Capital-Riesgo" es un intermediario que pone en contacto al inversor con la empresa. Su objetivo social principal es la promoción, mediante la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que no cotizan en el primer mercado de las bolsas de valores y en ningún mercado secundario organizado.

La actividad de la sociedad de capital riesgo se lleva a cabo de las siguientes formas:

- 1) Selección del proyecto. La sociedad de capital riesgo busca empresas con equipos directivos de calidad, proyectos viables y rentables.
- 2) Solicitud. Para su estudio de los datos generales (productos, mercados, aspectos financieros )
- 3) Negociación del precio de entrada, materializándose la participación de capital en la PYMES.
- 4) Salida de la PYMES. La venta de la participación se hace a través de la recompra por los propios accionistas promotores, compra por un tercer grupo (adquisición o fusión) o venta en un segundo mercado bursátil.

## **4.4 El concepto y las formas de manifestación de la estructura de financiación**

El concepto de estructura de financiación hace referencia a los diversos orígenes de los capitales empresariales, sus carteras y las relaciones recíprocas entre ellos. Al financiarse, una empresa puede elegir diferentes modalidades y distintas cantidades de capitales dentro de dichas modalidades con lo que se crean diferentes estructuras. Los recursos propios y la deuda son los dos grandes bloques de financiación a los que en principio tiene acceso la empresa. El capital propio, incluye las aportaciones monetarias de propietarios o accionistas y los fondos generados internamente que se acumulan en las diversas cuentas de reservas (capital más reserva). La deuda se compone de todas aquellas obligaciones monetarias, con coste explícito, en que ha incurrido la empresa a excepción del exigible espontáneo, generado como consecuencia de la actividad del negocio.

De alguna manera, el concepto de estructura de financiación de la empresa expresa la composición del pasivo que la empresa utiliza para financiar sus operaciones. Los recursos o fondos que la empresa recibe, y que constituyen su pasivo, pueden ser clasificados en función de su origen o naturaleza y en función de su aplicación o materialización.

Según su origen, los recursos financieros suelen agruparse en dos grandes categorías: financiación interna y financiación externa. Estos modelos de financiación ya los hemos analizado en los párrafos anteriores. En este sentido, la estructura de financiación de la empresa es el resultado del análisis conjunto del origen de la financiación y está formada por los modelos y por las interrelaciones entre los mismos.

Debido a que en la formación de capital empresarial se incluyen capitales a corto y a largo plazo, la estructura de financiación empresarial se puede dividir en estructura de corto plazo y de largo plazo. La estructura a largo plazo también se denomina estructura de capital y se refiere, principalmente a la cartera y la relación mutua entre los capitales con su origen en los accionistas y los capitales de deuda a largo plazo. Dentro de la estructura de financiación, la estructura de capital es un componente muy importante por las siguientes razones:

(1). El principal origen de capital empresarial, se sitúa en el capital a largo plazo que es el base de la gestión empresarial. La consecución de cantidad suficiente y de manera estable de capital a largo plazo puede decidir de forma directa la existencia y el desarrollo de una empresa.

(2). Dentro del capital a largo plazo, se incluyen los capitales invertidos por los

accionistas y los capitales con origen en la deuda a largo plazo. Los capitales aportados por los accionistas son la base para poder endeudarse y la deuda a largo plazo que suele tratarse de grandes cantidades y tiene vinculado el pago de altos intereses. Por eso, la investigación sobre el coste y el riesgo de la financiación de la empresa, se basa en el análisis de su estructura de capital.

No obstante, en el análisis de la estructura del capital, para facilitar la exposición, se acostumbra a distinguirse entre capital propio y capital de deuda o deuda simplemente, como los dos grandes bloques de financiación. En este caso, bajo la rúbrica de capital propio se incluyen las aportaciones monetarias de los accionistas (propietarios) y los fondos generados internamente que se acumulan en las diversas cuentas de reservas, tal como hemos considerado anteriormente, mientras que el capital deuda incluye únicamente las obligaciones emitidas por la sociedad y los préstamos a medio y largo plazo, quedando excluidos tanto el exigible generado por la explotación como los créditos de tesorería. De este modo, se está asociando a la estructura de capital con la financiación básica o permanente y a la estructura financiera con la financiación total o pasivo del balance.

#### La estructura de la financiación se representa de distintas formas:

##### 1) La proporción entre financiación directa y financiación indirecta

Tanto la financiación directa como la financiación indirecta pertenecen a la financiación externa. Las proporciones de financiación directa o indirecta se refieren al peso de esta financiación sobre la financiación externa. Las modalidades principales de financiación directa son las obligaciones y las acciones. Por eso, la proporción de la financiación directa puede ser clasificada también como la proporción de obligación sobre acción. Las modalidades de financiación indirecta incluyen préstamos, arrendamientos financieros, etc. Por eso, en el ámbito de la proporción de financiación indirecta, hay proporción de préstamo, arrendamiento, etc.

El motivo de distinguir entre financiación directa y financiación indirecta es para reflejar la situación de financiación o las características de la estructura financiera de un país. Si el porcentaje de financiación directa es alto en un país, esto significa que el mercado de capitales es muy importante a la hora de financiarse.

##### 2) La proporción entre financiación interna y financiación externa

La clasificación de financiación interna y externa se hace dentro del capital total de una compañía. La proporción de financiación interna se refiere al porcentaje de capitales cuyo origen está en la financiación interna del capital total. El nivel de esta proporción puede mostrar la capacidad propia de una

compañía sobre el ahorro interno de capitales. Al revés, la proporción de financiación externa, que se refiere a la porción de capitales llegado de fuera de la compañía, puede reflejar el nivel de dependencia de una empresa de los capitales externos.

3) La proporción entre financiación por acción y financiación por deuda

La clasificación de los dos se realiza desde el punto de vista de los caracteres del origen sobre los capitales totales de una compañía. La proporción de financiación por acción que es el porcentaje de los capitales con origen en las acciones puede reflejar la fuerza de gestión empresarial en una empresa y la capacidad de asumir deudas. La proporción de financiación por deuda que significa el porcentaje de deuda en los capitales totales puede ser el índice para censurar el nivel de deuda y riesgo. Desde un punto de vista macroeconómico, se puede ver con más claridad, según la clasificación y las proporciones, el nivel de ahorro de capitales en un país y la situación de desarrollo del mercado de capitales.

4) La proporción entre capitales a largo plazo y a corto plazo

La proporción entre capitales a largo y a corto plazo se refiere a la diferente constitución temporal de origen de los capitales. Esta proporción refleja el grado de estabilidad sobre los capitales empresariales y la situación de coste de financiación. Si el porcentaje de capitales a largo plazo es alto, la estabilidad del origen de los capitales empresariales es muy fuerte. En correspondencia, el coste de estos capitales también es alto. Por el contrario, si el porcentaje a corto plazo es más alto, la estabilidad es débil y el coste es inferior.

La estructura de financiación suele ser fijada como un objetivo de la empresa. La empresa analiza primeramente los factores relacionados y posteriormente establece una estructura de financiación óptima fijada como objetivo. Dicho objetivo puede cambiar a lo largo del tiempo, a medida que varían las condiciones, las decisiones individuales de financiación deberán ser coincidentes con esa meta. Si la cantidad real de endeudamiento es inferior al nivel fijado como objetivo, los capitales para la expansión de la empresa probablemente se obtendrán mediante la emisión de deudas, mientras que si la cantidad de endeudamiento real se encuentra actualmente por encima del nivel fijado como objetivo, probablemente se venderán acciones.

La estructura de financiación, para una empresa, tiene un significado muy importante. La gestión de la estructura de financiación o la estructura del pasivo (desde el punto de vista de la contabilidad, el pasivo es el origen de los fondos de donde se obtiene el dinero, por lo tanto, podemos decir que Pasivo = Financiación), decide cómo se va a pagar. Si, por ejemplo, el pasivo tuviera un 80% de capital propio, esto indicaría que

la empresa está poco endeudada. La estructura del pasivo no afecta directamente a la explotación, pero es el que propicia el activo. El capital social es el origen de todo. El capital no obliga a devolución (la deuda sí), pero espera ser retribuido lo más posible. Por su parte, los deudores son bancos, cajas y proveedores (de equipamiento, materias primas o servicios). Frente al capital que da seguridad, la deuda supone un riesgo. Por ello, la estructura de la financiación es una elección entre seguridad y riesgo.

La política de estructura de financiación, concretamente, implica una intercompensación entre el riesgo y el rendimiento:

- 1) El usar una mayor cantidad de deudas aumenta el grado de riesgo de la corriente de utilidades de la empresa. Sin embargo, una cantidad de endeudamiento más alta generalmente conduce a una mayor tipo de rendimiento esperada.
- 2) Un mayor grado de riesgo asociado a una mayor cantidad de deuda tiende a disminuir el precio de las acciones y a incrementar el tipo de rendimiento esperada.

La teoría financiera considera que la optimización de la estructura de financiación constituye una parte de la problemática del objetivo financiero de la empresa, al que se identifica con el principio normativo de maximización de la riqueza de los accionistas. La optimización de la estructura de la financiación se suele considerar como la base para la toma de decisiones financieras y como único criterio económico racional para la colocación eficiente del ahorro en el mercado de capitales.

Desde los años cincuenta, el efecto del apalancamiento financiera sobre los tipos de capitalización del mercado ha sido uno de los temas que mayor controversia teórica ha suscitado en el campo de la teoría financiera de la empresa. El tema puede resumirse en los siguientes términos: si a través de sus decisiones de financiación la empresa puede actuar sobre el precio de mercado de sus acciones, la política financiera a adoptar será aquella que maximice dicho precio de mercado; es decir, la que procure una relación tal entre los recursos propios y ajenos de la empresa que, simultáneamente, minimicen el coste de capital y maximice su valor en el mercado. Dicha relación es la estructura de financiación. Sin embargo, no existe unanimidad entre los teóricos del tema acerca de la relación existente entre estructura de financiación y valor de la empresa. Diversos autores han mantenido que el valor de la empresa en el mercado y la forma en que ésta decida financiar sus proyectos de inversión son temas independientes.

En su estado actual, la teoría normativa de finanzas considera que el objetivo de la empresa ha de ser la maximización de la riqueza de los accionistas o lo que es lo mismo, la maximización de su valor en el mercado. Ahora bien, cuando las decisiones de financiación son relevantes, la estructura de capital óptima y el máximo valor de



mercado se convierten en conceptos afines e inseparables. Consiguientemente, la elección de la combinación óptima de medios de financiación debiera actuar como guía de la gestión financiera de la empresa, y aceptarse, por tanto, que la optimización de la estructura de financiación constituye una expresión válida del objetivo financiero de la empresa.

#### **4.4.1 Las principales teorías sobre la estructura de capital**

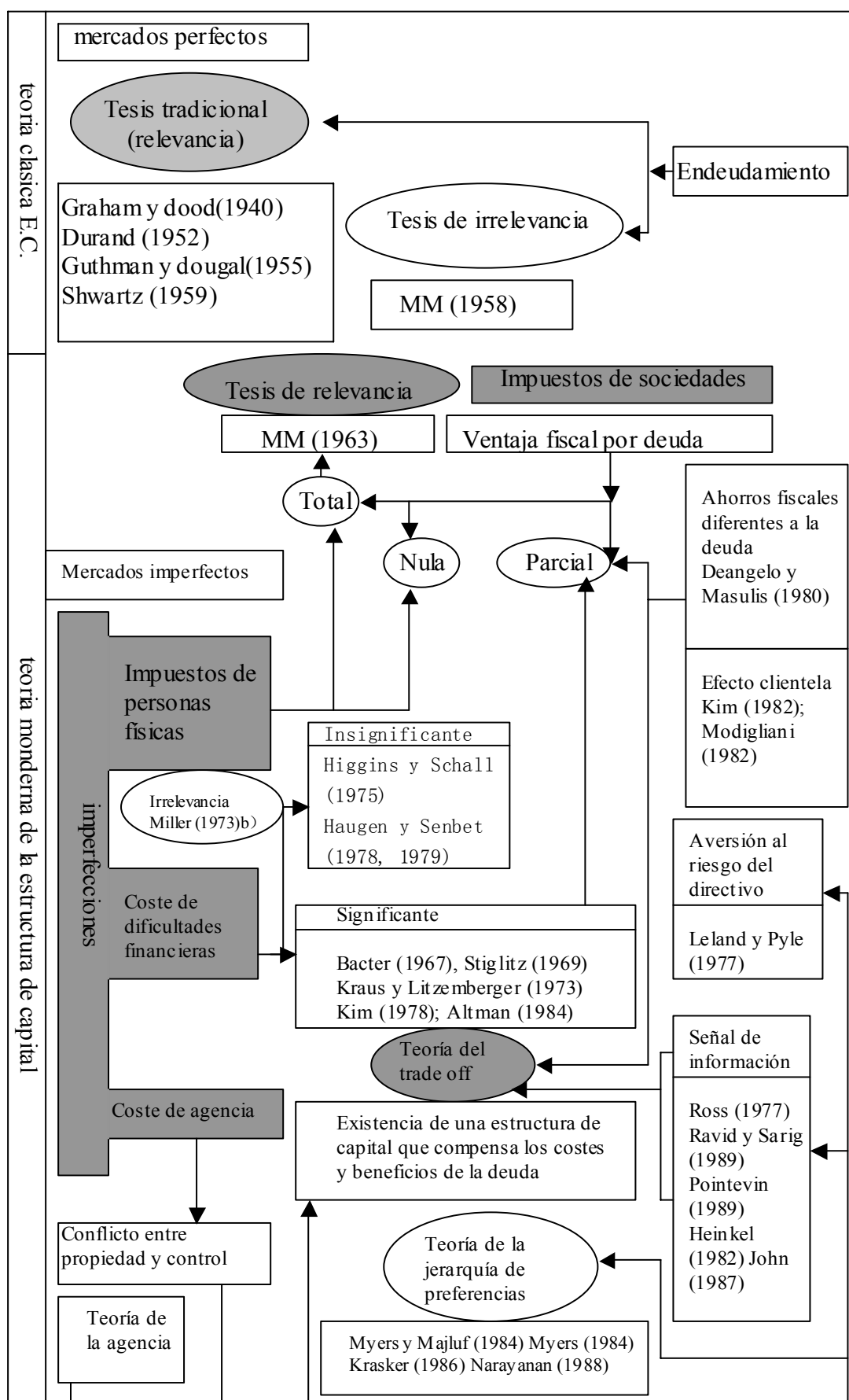
Ya sabemos que la estructura de capital tiene diversas formas y que la búsqueda de una estructura óptima de financiación es un objetivo prioritario para la consecución del objetivo financiero de la empresa; es decir, maximización del valor de la empresa y minimizar el coste de capital.

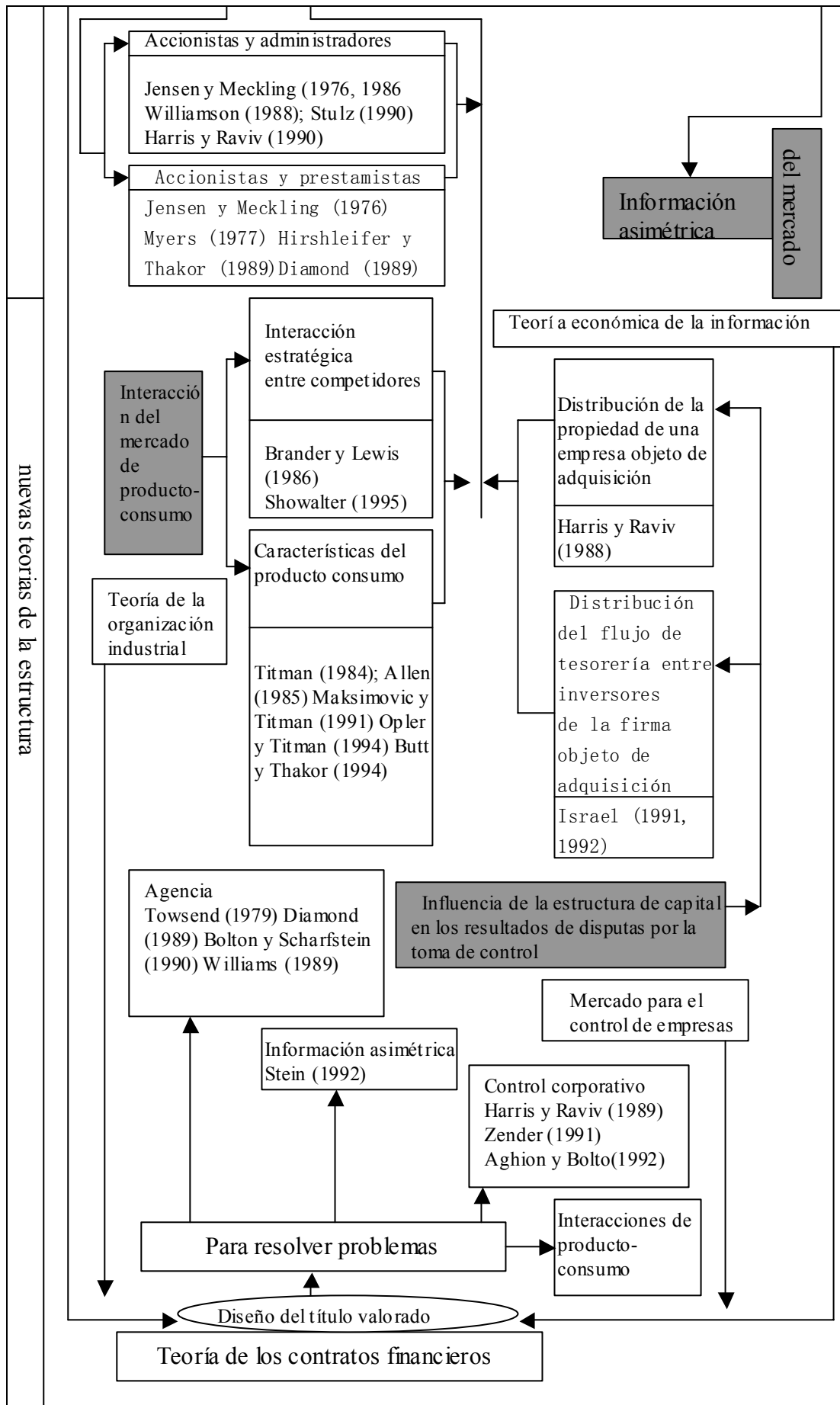
En el gráfico 4.4, se puede observar el proceso evolutivo de las principales teorías sobre la estructura de capital. En el se pueden identificar parámetros y teorías anexas sobre las que se fundamentan sus análisis, como también sus interrelaciones, representantes y trabajos más notables. También se identifican dos grandes escenarios: mercados perfectos y mercados imperfectos. En el primero se desarrollan las primeras teorías sobre las decisiones de financiación, conocidas como Teorías Clásicas, la más antigua de la tesis tradicional y después la tesis de irrelevancia de Modigliani y Miller (1958). Ambas tienen posturas contrarias al efecto del endeudamiento sobre el coste de capital y el valor de la empresa. Posteriormente, Miller y Modigliani(1963), al introducir a su modelo inicial de los impuestos de sociedades, dieron marcha atrás a sus preliminares conclusiones; sugieren que dado que la ventaja fiscal por deuda se puede aprovechar totalmente, lo ideal sería endeudarse al máximo. No obstante, otros estudios mostraban que este beneficio sólo era parcial debido a que las empresas tienen opción a otros ahorros fiscales diferentes a la deuda y, también, por cierto efecto de clientela que producen las imperfecciones del mercado.




Desde el contexto de mercados imperfectos surgen otras tres teorías (Teoría de irrelevancia de Miller, Teoría del trade-off y la Teoría de la jerarquía de preferencias) que pretenden involucrar algunas deficiencias del mercado, tales como los impuestos de las personas físicas, los costes de dificultades financieras, los costes de agencia y la información asimétrica.

- La primera deficiencia fue tratada por Miller (1977), quien llegó a la conclusión de que la ventaja fiscal por deuda se anula en la práctica y, retomó la tesis de la irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa.

**Gráfico 4.4 Evolución de las teorías sobre la estructuración de capital**





	Principales teorías sobre la estructura de capital.
	a) Teoría en formación en la que se pretende endogenizar en nuevos instrumentos financieros, creados por las empresas, variables suministradas por diferentes aportes teóricos en la contratación financiera.
	Existe una estructura de capital óptima o el coste de capital y el valor de la empresa depende de la estructura de capital.
	b) Se diferencia de la conclusión de M.M. (1958) porque él considera que existe una estructura de endeudamiento óptima para el sistema empresarial.
	Parámetro objeto de análisis.

Fuente: Rivera, J.A. (1998). Pág. 57

- La segunda anomalía es considerada por algunos investigadores como de valor insignificante, reafirmando una plena ventaja fiscal por la deuda; mientras que para otros es valiosa, y reduce este beneficio tributario hasta el punto de manifestarse que la estructura de capital óptima es aquella donde los costes por dificultades financieras se igualan a los beneficios fiscales por la deuda. Este último planteamiento se puede explicar con la Teoría del Trade-off.
- La tercera imperfección se basa en la Teoría de Agencia, y surge debido a los conflictos por la propiedad y el control entre accionistas y administradores que se pueden reconocer más fácilmente en empresas sin deuda, y entre accionistas y prestamistas cuando la empresa utiliza deuda para la financiación de sus proyectos. Habrá un nivel de deuda donde los costes de estos conflictos sean mínimos, es decir, una estructura óptima de deuda, que está soportada por la Tesis de la Estructura del Trade-off.
- La teoría económica de la información es el soporte de la cuarta imperfección. Esta ha sido explicada desde dos perspectivas: la primera a partir de la ya mencionada Teoría del Trade-off, al considerarse que la aversión al riesgo del directivo, como las señales que produce en el mercado y la forma de financiación de la empresa, son dos fenómenos que influyen en las decisiones del directivo; y ante la tentación de apropiarse al máximo de los beneficios fiscales que le proporciona un mayor endeudamiento, sólo escogería un nivel moderado de éste. La segunda por la Teoría de la Jerarquía de Preferencias que, en contraposición a la Teoría del Trade-off, considera que no existe una estructura de capital óptima, y que la empresa opta primero por financiarse con recursos más accesibles y económicas y va siguiendo un escalafón jerárquico de preferencias cuando las fuentes más apetecidas se agoten.

Más recientemente se pueden ver nuevas aportaciones que siguen los planteamientos de equilibrio entre costes y beneficios de la teoría del trade-off.

Por un lado, las interacciones del mercado de producto-consumo que, utilizando como plataforma el desarrollo de la teoría de la organización industrial, muestra cómo la estrategia de competencia por el mercado de productos reales y las propias características de los productos-consumos están fuertemente correlacionados con la estructura de deuda de la empresa. Los beneficios, no sólo fiscales sino estratégicos en la utilización de deuda, se compensan con la mayor probabilidad de incurrir en costes de quiebra.

Por otro lado, se ha notado la gran influencia de la deuda de las empresas como objeto de ofertas de adquisiciones en el éxito o fracaso de éstas. La estructura de capital óptima se logra cuando las ganancias de la administración y/o de los accionistas de la firma atacada se compensan con los costes por la pérdida de control en las disputas que se presentan en el mercado por la toma de control; habiéndose analizado principalmente la distribución de la propiedad y del flujo de tesorería de estas empresas pretendidas, el nivel de deuda va a incidir sobre el éxito o fracaso de la oferta de adquisición.

Por último se presenta una nueva teoría de la estructura de capital, el diseño de títulos valores, que tiene como objeto resolver algunos problemas específicos en la elaboración de contratos financieros, tales como los problemas de agencia, de información asimétrica, de control corporativo o de interacciones producto-consumo. Tiene como soporte doctrinal todos los aportes conceptuales que estructuran la teoría de los contratos financieros.

#### **4.4.2 Desarrollo de las teorías basadas en mercados de capitales perfectos e imperfectos**

A continuación se van a resumir las teorías basadas en mercados de capitales perfectos.

A pesar de que los modelos a tratar en esta sección poseen sus propias hipótesis, todos ellos encauzan sus demostraciones en ambientes que de una u otra forma se aproximan a posiciones de mercados perfectos. Por eso es conveniente señalar cuáles son los supuestos asumidos por este tipo de mercado:

Las hipótesis de mercados perfectos son siguientes:

- 1) Los mercados de capitales operan sin coste.

- 2) El impuesto sobre la renta de personas naturales es neutral.
- 3) Los mercados son competitivos.
- 4) El acceso a los mercados es idéntico para todos los participantes de los mismos.
- 5) Las expectativas son homogéneas.
- 6) La información no tiene coste.
- 7) No existen costes de quiebra.
- 8) Es posible la venta del derecho a las deducciones o desgravaciones fiscales.

Se va a utilizar la siguiente terminología:

$V$  = Valor de mercado de la empresa.

$D$  = Valor de mercado de la deuda.

$K_i$  = Tipo de interés nominal de la deuda.

$K_o$  = Coste de capital medio ponderado.

$\bar{X}$  = Beneficio esperado por la empresa antes de intereses e impuestos.

$S$  = Valor de mercado del capital propio.

$E$  = Beneficio disponible para accionistas.

$K_e$  = Coste de capital propio.

Se pueden establecer las siguientes equivalencias:

$$V = S + D \quad (1)$$

El valor de Mercado de la empresa coincide con el valor de mercado.

$$\bar{X} = E + K_i D \quad (2)$$

El beneficio esperado por la empresa antes de intereses e impuestos compuestos por el beneficio disponible para accionistas y el coste de la deuda.

$$K_o = \bar{X} / V \quad (3)$$

El coste de capital medio ponderado calculado como el cociente entre el beneficio esperado por la empresa antes de intereses e impuestos y valor de mercado de la empresa.

$$K_e = E / S \quad (4)$$

El coste de capital propio calculado como el cociente entre el beneficio disponible para accionistas y el valor de mercado del capital propio.

$$K_i = K_i D / D \quad (5)$$

El tipo de interés nominal de la deuda calculado como el cociente entre el coste de la deuda y el valor de mercado de la deuda.

Despejando  $E$  de (4) y  $K_i D$  de (5) se tiene:

$$E = K_e S \quad (6)$$

$$K_i D = K_i D \quad (7)$$

Si se reemplaza las ecuaciones (6) y (7) en (2) queda:

$$\bar{X} = K_e S + K_i D \quad (8)$$

Y si a su vez se reemplaza  $\bar{X}$  en la ecuación (3) se obtiene que:

$$K_o = (K_e + K_i) / V$$

$$\text{Reordenando: } K_o = K_e / V + K_i / V \quad (9)$$

Donde  $K_e > K_o > K_i$  en función al riesgo atribuible a los fondos esperados por los diferentes tipos de inversión.

De la ecuación anterior se puede despejar:

$$K_e = K_o + (K_o - K_i) D / S \quad (10)$$

De esta forma, en los años 50 aparecen algunas corrientes teóricas diferenciadas. Algunos autores defensores están en favor a la existencia de una estructura óptima de financiación en la empresa y por contra también aparecen una serie de autores que afirman que no existe una estructura óptima. Estos teorías son los enfoques *RE* (Resultado de Explotación = Beneficios esperados antes de intereses e impuestos.), *RN* (Resultado Neto = Beneficios después de intereses y antes de impuestos.), y Tesis Tradicional.

Para la aplicación y análisis de estas teorías acerca de la estructura óptima de financiación, se parte de las siguientes hipótesis:

- 1) El nivel de riesgo económico de la empresa permanece constante.
- 2) Todas las empresas pertenecientes a la misma clase de riesgo se encuentran en una situación de estancamiento o no-crecimiento de sus activos.
- 3) Los flujos financieros son constantes o estables y a perpetuidad *RE* y *RN*.
- 4) Las empresas se encuentran en una economía libre de impuestos.
- 5) Las empresas no realizan emisiones de acciones privilegiadas.

La tesis tradicional considera adicionalmente las siguientes hipótesis:

- 1) Los mercados de capitales operan sin coste.
- 2) Las expectativas son homogéneas.
- 3) El ratio de endeudamiento se puede modificar instantáneamente.

A manera de resumen se presentan en los gráfico 4.5 y 4.6, los diferentes comportamientos de  $K_i$ ,  $K_e$ ,  $K_o$  y el valor de la empresa en relación con un incremento del endeudamiento desde el punto de vista de los enfoques *RE*, *RN* y la tesis tradicional. En el cuadro se señalan con letra cursiva los supuestos que han recibido mayores críticas.

Los enfoques *RE* y *RN* son importantes en la medida que sirven de soporte de partida a los modelos teóricos más ampliamente desarrollados y/o difundidos, como son la proposición de Modigliani y Miller y la tesis tradicional.

De acuerdo con el enfoque *RE* no existe una estructura financiera óptima debido a que  $K_o$  y  $V$  son constantes; por lo tanto, sería vana cualquier gestión financiera que pretendiese aumentar el valor de la empresa, por medio de una mejor combinación de recursos internos y externos. Mientras que el enfoque *RN* con  $K_i$  y  $K_e$  constantes, pero siendo  $K_i < K_e$  en función del riesgo, conlleva a una disminución de  $K_o$  en la medida que la empresa sustituya capital propio por deuda; siendo la mejor estructura de capital aquella que más deuda tenga.

**Gráfico 4.5**

Comportamiento de $K_i$ , $K_e$ , $K_o$ y el valor de empresa con respecto a un incremento del apalancamiento financiero, de acuerdo con los enfoques de resultado de explotación, resultado neto y las tesis tradicionales.				
Coste y valor r	Coste de la deuda $K_i$	Coste de capital propio $K_e$	Coste del capital medio ponderado $K_o$	Valor de mercado empresa $V$
Enfoques				
Resultado explotación	Constante	$K_e = K_o + (K_o - K_i)D/S$ Aumenta	$K_o = \bar{X}/V$ Constante	$V = \bar{X}/K_o$ Constante
Resultado neto	Constante	$K_e = (\bar{X} - K_i D)/S$ Constante	$K_o = K_e [S/(S+D)] + K_i [D/(S+D)]$ Disminuye	$V = \bar{X} k_e + (D/S) [1 - (K_i/K_e)] S$ Aumenta
Tesis tradicional	Constante hasta un cierto nivel de deuda después aumenta	Aumenta	Disminuye hasta un cierto nivel de deuda, Después aumenta	Aumenta hasta un cierto nivel de deuda, después disminuye

Fuente: Rivera, J.A. (2002) "Teoría sobre la estructura de capitales" 2002

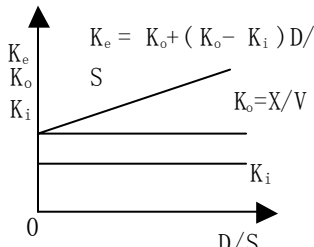
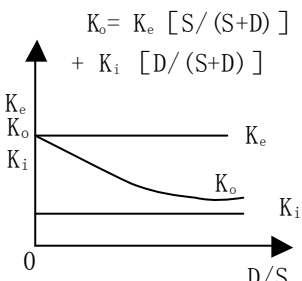
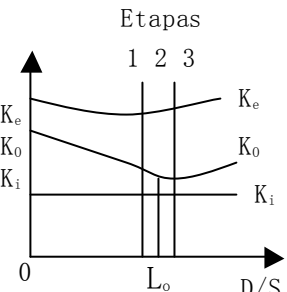
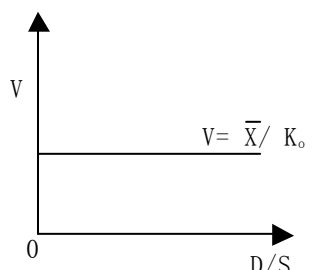
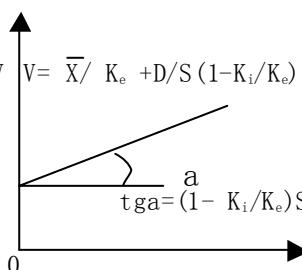
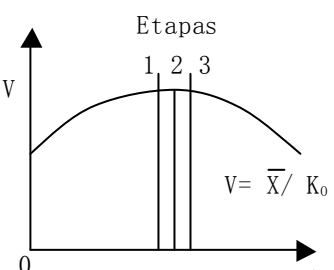
La postura mantenida por los expertos financieros respecto a la política de endeudamiento de la empresa hasta antes de 1958, se puede recoger y resumir en la denominada tesis tradicional. Se consideraba que era factible obtener una estructura financiera óptima mediante el uso «moderado» del apalancamiento financiero que, al ser una fuente de recursos «más barata», conllevaría a minimizar el coste medio ponderado y, por consiguiente, a maximizar el valor de mercado de la empresa.

Aunque la tesis tradicional incorpora los conceptos de los enfoques *RE* y *RN*, y se coloca en algún punto intermedio entre ellos, no desarrolla un soporte teórico riguroso.



En el año 1958, Modigliani y Miller desarrollaban un nuevo enfoque sobre la estructura óptima.

**Gráfico 4.6**

	Enfoque del resultado de explotación	Enfoque del resultado neto	Tesis tradicional
Costo de capital	 <p>Costo de capital en el enfoque RE</p>	 <p>Costo de capital en el enfoque RN</p>	 <p>Costo de capital en la tesis tradicional</p>
valor de empresa	 <p>Valor de mercado de la empresa en el enfoque RE</p>	 <p>Valor de mercado de la empresa en el enfoque RN</p>	 <p>Valor de la empresa en la tesis tradicional</p>
<p>Costo de capital, valor de empresa de los enfoques RE y RN, y tesis tradicional de la estructura de capital de la empresa.</p> <p>Fuente: RIVERA, J.A. "TEORÍA SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITALES" 2002</p>			

La teoría de Modigliani y Miller tiene los siguientes Hipótesis:

- 1) Los mercados de capitales son perfectos.
- 2) No se tienen en cuenta los impuestos de beneficios de sociedades.
- 3) Los inversores prefieren mayor riqueza pero son indiferentes a que sea a través del precio de las acciones o dividendos.

- 4) Las utilidades antes de intereses e impuestos esperados,  $\bar{X}$ , de las distribuciones de probabilidad de todos los inversores de una firma son las mismas, y permanecen constantes a lo largo del tiempo.
- 5) Todas las empresas pueden agruparse por clases homogéneas de «rendimiento con igual o similar riesgo económico», siendo perfectamente sustituibles las acciones de diferentes firmas que pertenecen a una misma clase de riesgo. También se supone una ausencia del riesgo en la deuda.

En las teorías de Modigliani y Miller, hay tres proposiciones:

(1). La proposición I indica que: El valor de la empresa y su coste de capital son independientes de la estructura de capital.

$$V = S + D = \bar{X} / K_o$$

$$K_o = \bar{X} / V$$

Por lo tanto, para incrementar el valor de la empresa, no hay que preocupar por las fuentes de financiación empleada sino de la capacidad de la empresa para sacar beneficio de explotación.

El arbitraje garantiza el equilibrio. De esta forma, las empresas de la misma clase de riesgo equivalente tienen los mismos beneficios esperados,  $\bar{X}$ .

(2). La proposición II indica que:

El coste del capital propio es una función lineal del endeudamiento que se puede expresar así:

$$K_e = K_o + (K_o - K_i) D/S$$

No obstante, deja de serlo cuando  $K_i$  aumente por la presión ejercida por los prestamistas ante un incremento de la deuda; por lo tanto, llegará un momento en que el nivel de endeudamiento sea tan alto que provoca una reducción de  $K_e$ .

(3). La proposición III

El tipo de retorno de un proyecto de inversión ha de ser completamente independiente de la forma como se financie la empresa, y debe al menos ser igual al tipo de capitalización que el mercado aplica a empresas sin apalancamiento y que pertenece a la misma clase de riesgo de la empresa inversora, o sea  $K_o$ .

Por lo tanto, según MM no hay, en principio, una estructura óptima y para la

tradicional sí, con muchas dificultades para hallarse. En ambas, existen algunos cuestionamientos y algunas irrelevancias que han sido blancos de extensas críticas. Algunas de las más ampliamente difundidas se presentan a continuación.

En lo que respecta a la tesis tradicional se cuestiona, en primer lugar, que sus hipótesis dependen del nivel de certidumbre y de la variabilidad del resultado de explotación,  $\bar{X}$ , como de la estructura de los tipos de intereses en los mercados financieros. En segundo lugar, la incapacidad de encontrar una estructura de capital óptima o un valor máximo concreto de la empresa. «Como en todas las respuestas clásicas este óptimo no es fácil de definir, la polémica sobre el efecto del endeudamiento se combina generalmente con discusiones sobre otros elementos de la estructura financiera, con observaciones sobre las pautas de las estructuras financieras adoptadas en los distintos sectores industriales y sobre los factores de la situación financiera, tales como la edad de la empresa, el prestigio de sus dirigentes, las condiciones de mercado, la necesidad de flexibilidad, etc.»

Las críticas al artículo de MM (1958) se enfocan especialmente en sus hipótesis acerca del proceso de arbitraje en los mercados financieros, con la que se asegura la validez de su tesis. Entre ellas se pueden citar algunas referidas a las hipótesis de partida:

- 1) Los riesgos percibidos por el apalancamiento de una empresa y un individuo pueden ser diferentes, pues son distintas las garantías y las responsabilidades que se establecen en uno y otro caso. Por lo tanto, el endeudamiento personal y de la empresa no son sustitutos perfectos.
- 2) El coste del dinero para un individuo puede ser mayor que para una empresa.
- 3) Puede haber retrasos en el proceso de arbitraje por restricciones en el comportamiento del inversor, por ejemplo, por medidas regulativas del Estado, y por costes de transacción.
- 4) No tener en cuenta las posibilidades de quiebra y sus costes directos e indirectos.

#### **4.4.3 Desarrollo de las teorías basadas en mercados de capitales imperfectos**

Además de las teorías basadas en el mercado de capitales perfectos, hay algunas teorías, en el contrario, basadas en mercados de capitales imperfectos.

En actualidad, el mercado siempre tiene algunas imperfecciones. Estas imperfecciones son:

- 1) Costes de transacción para el inversor.
- 2) Limitaciones al endeudamiento personal.
- 3) Diferente estructura impositiva de las personas físicas.
- 4) Acceso a la información con coste.
- 5) Costes de emisión.
- 6) Costes de dificultades financieras.
- 7) Costes de agencia.
- 8) Indivisibilidad de activos.
- 9) Mercados limitados.

Según las imperfecciones, surgen las siguientes teorías:

La teoría de Modiglianiy Miller sobre Impuestos de sociedades (1963)

Los primeros autores conocidos que tuvieron en cuenta el efecto de los impuestos en la estructura de capital de la empresa fueron Modiglianiy Miller (1963), lo que de paso sirvió para que corrigieran su tesis de irrelevancia de la estructura de capital en relación con el valor de la empresa, al reconsiderar las grandes ventajas fiscales de la deuda que habían sido infravaloradas en su versión original de 1958.

Cuando se tiene en cuenta que el beneficio de una empresa endeudada después de impuestos y antes de intereses,  $\bar{X}_t$ , es igual a:

$$\bar{X}_t = \bar{R} + K_i D$$

Donde  $\bar{R}$  es la utilidad después de impuestos de una empresa con deuda.

$$\text{Como } \bar{R} = \bar{X} - K_i D - t(\bar{X} - K_i D)$$

$$\text{Entonces: } \bar{X}_t = (\bar{X} - K_i D) - t(\bar{X} - K_i D) + K_i D = (\bar{X} - K_i D)_{(1-t)} + K_i D, \quad \bar{X}_t = \bar{X}_{(1-t)} + tK_i D$$

Se puede notar que es la suma de dos corrientes, donde la primera  $\bar{X}_{(1-t)}$  es de naturaleza incierta y la segunda  $tK_i D$  una renta segura. Por lo tanto, para determinar su valor de equilibrio se tendría que capitalizar separadamente. La primera por una Kot, que sería el tipo al que el mercado capitaliza los beneficios ajustados por impuestos de una compañía sin deuda, del tamaño  $\bar{X}$ , situada en la misma clase de la empresa apalancada en cuestión. Por lo tanto, el valor de la empresa sin

apalancamiento ( $V_u$ ) va a ser igual:  $V_u = \bar{X}_{(1-t)} / K_{ot}$

La segunda por una tipo  $K_i$ , a la que el mercado capitaliza los rendimientos seguros generados por deuda. Así que:  $K_i = K_i D / D$ , como también que  $D = K_i D / K_i$

De esta manera el valor de una empresa endeudada  $V_1$ , con un tamaño  $X$  y un nivel permanente de deuda  $D$ , será igual a:  $V_1 = \bar{X}_{(1-t)} / K_{ot} + t K_i D / K_i$   $V_1 = V_u + tD$

Con lo que se refleja que el valor de una empresa puede incrementarse a medida que aumente su nivel de deuda, siendo la estructura de capital óptima la compuesta en su totalidad por deuda. De esta forma se replantea la proposición I

$$\text{Así como: } \bar{X}_t / V_1 = K_{ot} - t (K_{ot} - K_i) D / V_1$$

$$\text{Y la proposición II: } R / S_1 = K_{ot} + (1-t) (K_{ot} - K_i) D / S_1$$

No obstante, esta nueva conclusión de MM que nos dice que el ahorro fiscal por utilizar deuda hace que exista una estructura de capital óptima, formada por el mayor volumen de deuda que una empresa esté en capacidad de sostener, ha sido objeto de críticas; algunas de ellas mencionadas por sus propios autores, las cuales enfatizan principalmente en:

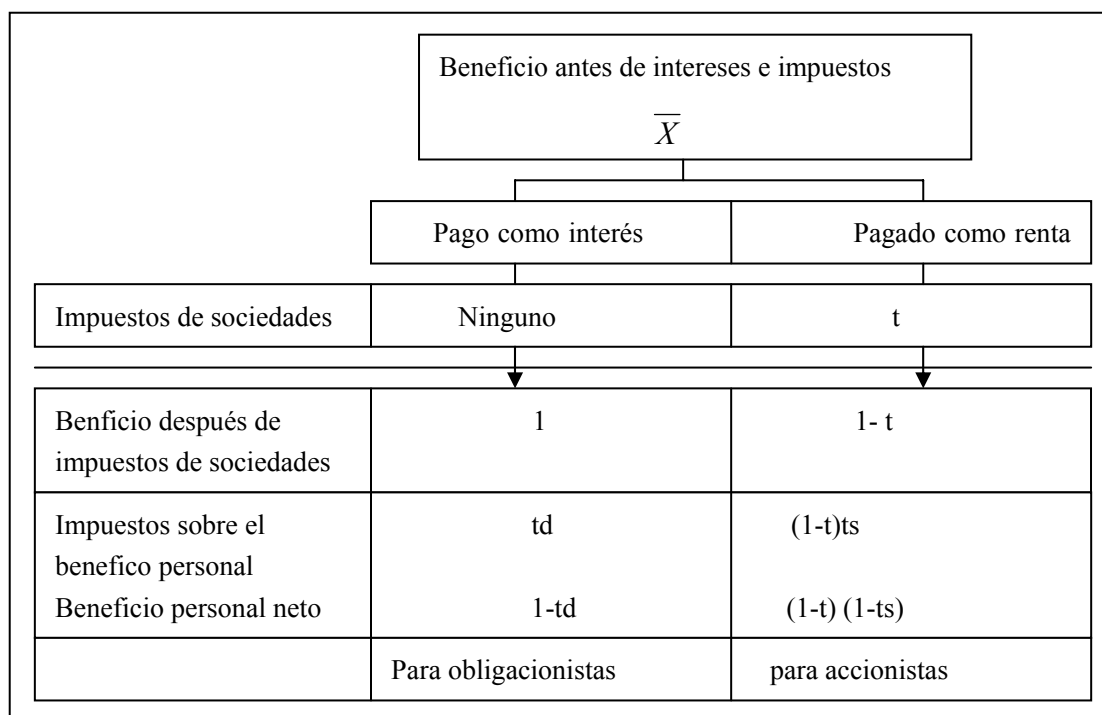
- 1) No ser consistente con la vida real donde las empresas, por lo general hacen uso de cantidades moderadas de deuda.
- 2) Hacer caso omiso de los costes de bancarrota y sus relacionados que posiblemente tendrían lugar, debido a los altos niveles de endeudamiento que aconseja.
- 3) No tener en cuenta los impuestos personales, máxime si se aprecia que en la vida real el tipo tributaria sobre los intereses es mayor que el tipo tributaria efectiva sobre las distribuciones del patrimonio.
- 4) No indicar dónde se debe buscar cuando se trata de identificar los factores determinantes de la estructura de capital.

La teoría sobre Combinación de impuestos de sociedades e impuestos personales: el Modelo de Miller (1977).

La estructura financiera de la empresa no solamente se encuentra afectada por el impuesto de sociedades, sino también por el impuesto de renta a que están sujetos sus inversores por los beneficios recibidos, ya sea en forma de renta de acciones (dividendos y ganancias de capital) o intereses. En la gráfico 4.7 se observa la

depuración de la renta neta de accionistas y obligacionistas al ser deducidos sus respectivos tipos impositivos. Los intereses son gravados, únicamente, por un tipo de impuesto personal ( $t_d$ ), mientras la renta de las acciones es gravada tanto a nivel de sociedad ( $t$ ), como al tipo de impuesto personal ( $t_s$ ).

**Gráfico 4.7 Estructura impositiva de personas físicas**



Fuente: Brealey, R. y Myers, S. (1998) pág.345

En principio se podría considerar que  $t_s$  llegara a ser igual a  $t_d$  cuando la renta de las acciones estuviera conformada totalmente por dividendos; pero  $t_s$  puede ser menor, si por lo menos una parte de la renta de las acciones corresponde a ganancias de capital; esto, por la posibilidad de ser diferidas hasta que las acciones se vendan.

La dificultad de una empresa al pretender conformar una estructura financiera que maximice la renta después de impuestos corporativos y personales, o en otras palabras que minimice el total de liquidación fiscal de los inversores de la empresa, es precisamente que no existe una única tipo de impuestos  $t_s$  y  $t_d$  para estos inversores, sino, por el contrario, cada uno de ellos puede tener una tipo diferente en razón a la cuantía de la renta, categoría de impuestos a la que pertenece, y otras condiciones individuales.

El problema mencionado en el párrafo anterior fue considerado por Miller (1977) llegando a la conclusión que las ganancias atribuidas a la protección fiscal sobre la deuda desaparecen cuando, en un contexto de equilibrio del mercado, se consideran conjuntamente los impuestos de sociedades y personales, sin tener efecto alguno la estructura de capital sobre el valor de la empresa.

Miller muestra a través de la siguiente fórmula la posible ganancia por impuestos ahorrados (G) que resulta de la diferencia de la utilidad neta después de impuestos de los inversores de una empresa (UNDI) con deuda y otra sin deuda:

UNDI empresa apalancada menos UNDI empresa no apalancada

$$G = [(\bar{X} - K_i D) (1-t) (1 - ts) + K_i D (1 - td)] - \bar{X} (1 - t) (1 - ts)$$

$$G = K_i D [(1 - td) (1 - t) (1 - ts)]$$

Si se descuenta al coste de la deuda después de impuestos de  $K_i (1 - td)$ , que es el coste de oportunidad para los inversores de deuda en la empresa, entonces se tiene:

$$G = K_i D [(1 - td) (1 - t) (1 - ts)] / K_i (1 - td)$$

$$G = [1 - (1 - t) (1 - ts) / (1 - td)] D$$

$$V_1 = V_u + G$$

Cuando  $(1 - td) = (1 - t) (1 - ts)$  la política de endeudamiento es irrelevante porque el ahorro por deuda es nulo  $G = 0$ ; de esta forma  $V_1 = V_u$ , es decir, el valor de la empresa apalancada coincide con el de la no apalancada.

Miller demostró teóricamente esta hipótesis a través de un modelo de equilibrio del mercado de deuda.

A pesar de que la propuesta de Miller ha sido considerada por los entendidos de muy atractiva en cuanto a la explicación de la influencia de los impuestos corporativos y personales en la valoración de la empresa y en su estructura de capital, no ha dejado de ser objeto de polémicas que centran sus discusiones en los siguientes aspectos:

- 1) Las predicciones del modelo sólo tienen validez cuando una clasificación tributaria personal sea menor que el tipo tributaria corporativa y otra clasificación sea mayor que ella, especialmente cuando  $ts$  sea mucho menor que  $td$ . Como sucedía en el momento de lanzarse esta propuesta, donde el tipo corporativa era del 46% y las personales iban del 0 al 70%, pero bajo el sistema actual de impuestos en E.U.A. se hace difícil lograr el equilibrio de impuestos.
- 2) Ha quedado en entredicho la posibilidad de hacer a  $ts = 0$ , las evidencias en Estados Unidos muestran que la mayoría de las personas pagan impuestos sobre dividendos y se pagan impuestos sobre ganancias de capital.
- 3) El modelo presupone que las empresas pueden deducir ilimitadamente los intereses, cuando realmente sólo está ajustada a los beneficios, de la que se pueden derivar dos efectos no contemplados en el modelo.

- Que las empresas emitan menos deuda, reduciendo con ello los tipos de interés. La empresa no tendría que “sobornar” a inversores de categorías fiscales superiores.
- La primera unidad de deuda incrementa más el valor de la empresa que la última unidad, debido a que el interés de las últimas no puede ser deducible.

En la actualidad, hay también otras protecciones tributarias que reducen la ventaja fiscal por deuda. De Angelo y Masulis (1980) señalan la existencia de otros ahorros fiscales diferentes a la deuda, tales como la depreciación contable, las reservas por agotamiento y los créditos tributarios a la inversión; en este caso la protección fiscal puede ser redundante en empresas cuyas utilidades sean insuficientes para compensar las deducciones fiscales en amplios períodos.

El valor de empresa se reduce cuando no se tiene certeza de qué montón de protección fiscal por interés se puede beneficiar la empresa.

#### **4.4.4 Los costes de dificultades financieras**

Además de los impuestos, los costes de dificultades financieras también tienen influencia en el endeudamiento de la empresa, y aún más en la estructura de capital. Los costes de dificultades financieras pueden ser directos e indirectos:

Directos: Costes legales, administrativos, contables en los procedimientos formales de suspensión de pagos y quiebra. De fácil cuantificación, pero sólo representan un valor insignificante: 2-3% del valor del mercado de la empresa.

Indirectos: Oportunidades perdidas de obtener financiación, de retener personal clave, de mejorar la producción, de realizar inversiones rentables, de lograr mayores ventas, costes de reorganización, de liquidación, pérdida de la ventaja fiscal por deuda, etc.

La probabilidad de entrar en dificultades financieras aumenta en la medida que el grado de endeudamiento de la empresa sube. No obstante, el mercado descuenta los probables costes directos e indirectos reflejados en el valor de la empresa.

Ki y Ke se ajustan dependiendo de las clases de empresas de acuerdo con su tamaño, líneas de productos o tipos de activos que mantengan.

La relevancia de los costes de dificultades financieras en la política de endeudamiento



ha sido el tema de debate en el mundo financiero donde se cuestiona su nivel de significación y si éstos logran compensar los beneficios por la ventaja fiscal por deuda; creándose dos corrientes: Los que consideran que los costes de dificultades financieras son insignificantes y por lo tanto no inciden en la política de endeudamiento y aquellos que consideran que estos costes no son nada desdeñables y su efecto justifica la existencia de una estructura de capital óptima.

Si los costes de dificultades financieras son significativos y se incluyen al valor de empresa propuesto por MM (1963) se tendría:

$$Vl = Vu + tDn - Q (D/V)$$

Donde:

$tDn$  = Ventaja impositiva por deuda reducida por el efecto de los impuestos personales y/o protecciones fiscales alternas.

$Q (D/V)$  = los costes por dificultades financieras en función creciente del ratio de endeudamiento.

#### **4.4.5 El núcleo de la investigación sobre la estructura de financiación**

Uno de los ratios que evalúa la rentabilidad del accionista por su inversión en la financiación de la empresa es el denominado “rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios” (RF). Se obtiene dividiendo por el beneficio neto anual (BN), que se calculará después de impuestos, entre los recursos propios medios utilizados durante el año.

Es decir, Rentabilidad financiera = Beneficio neto del año / recursos propios medios

Sustituyendo esta expresión, resulta:

$$RF = [RE(1 + e) - ie] \times (1 - t) \quad (1)$$

$$RF = [RE + e(RE - i)] \times (1 - t) \quad (2)$$

Donde:

$i$  es el tipo de interés medio aplicado sobre la deuda de la empresa.

$t$  es el tipo impositivo sobre beneficios.

$e$  es el ratio de endeudamiento o relación entre deuda exigible y recurso propios.

Se establece que la rentabilidad financiera es función de:

- La rentabilidad económica obtenida por la empresa en la explotación de su cartera de inversiones o activo neto (RE)
- La estructura de la financiación, es decir, la relación entre deuda y recursos propios(e)
- El coste medio de la deuda (i)
- El tipo impositivo sobre beneficios (t)

Así pues la proporción de deuda que integra la financiación de la empresa, y su coste, inciden sobre la rentabilidad financiera de la misma.

El cociente entre deuda y recursos propios ejerce un impacto doble sobre la rentabilidad del accionista: el primer término del corchete de la fórmula (1) indica que al aumentar el endeudamiento se amplifica la rentabilidad financiera, pues los recursos propios serán menores; por el contrario, el segundo término señala que al haber más deuda, los intereses a pagar serán mayores, por lo que disminuirá la rentabilidad financiera de la empresa.

Además, al aumentar el ratio de endeudamiento, probablemente el tipo de interés lo hará también, debido al mayor riesgo financiero que soportará la empresa.

Por ello, los intereses totales se incrementarán también, como consecuencia de este encarecimiento del dinero. Según cuál de los dos sea el efecto dominante, el aumento del endeudamiento supondrá un aumento o una disminución de la rentabilidad financiera.

De acuerdo con la fórmula (2), mientras el coste de la deuda sea inferior a la rentabilidad, un mayor endeudamiento incrementa la rentabilidad financiera de la empresa.

La primera supone que se sustituyen recursos propios por deuda, calculándose hasta qué valor límite del tipo de interés resulta aconsejable hacerlo. La conclusión es que mientras el tipo de interés de la nueva deuda sea inferior a la rentabilidad financiera, reducir los recursos propios y aumentar la deuda incrementa la rentabilidad financiera de la empresa.

En esta situación se trata de determinar, desde el punto de vista de la rentabilidad, cómo financiar ese incremento del activo. La conclusión, bajo las hipótesis contempladas, es que en este caso es conveniente endeudarse siempre y cuando el interés de la nueva deuda sea inferior a la rentabilidad económica (RE). En caso contrario será recomendable realizar la financiación mediante recursos propios para que la rentabilidad financiera sea mayor.

En resumen, la rentabilidad financiera de la empresa depende de la eficacia con que gestione sus inversiones (rentabilidad económica), del tipo impositivo y de la política

de financiación que adopte. Cuando el coste de la nueva deuda es menor que la rentabilidad económica, interesa añadir nuevo endeudamiento, pues de esta forma aumenta la rentabilidad del accionista.

Se entiende por crecimiento interno los recursos financieros de que puede disponer la empresa, sin recurrir a ampliaciones de capital, ni alterar el ratio de endeudamiento, para financiar su expansión a partir de los fondos generados internamente. Estos fondos están constituidos por el beneficio retenido (pues los fondos de amortización se aplicarán, en general, para mantener la actual capacidad productiva) y por la nueva deuda que pueda concertarse para mantener constante el ratio de endeudamiento. Este tipo de endeudamiento hay que diferenciarlo del que se financia mediante recursos externos, es decir, por ampliaciones de capital o un mayor endeudamiento

Si se admite que el endeudamiento ha de permanecer constante, un incremento absoluto de los recursos propios permite un aumento de la deuda.

La composición de la financiación constituye una variable estratégica, difícil de alterar en el corto plazo, pues se halla condicionada por la situación de partida de la empresa, sus características económicas y las de su entorno.

Finalmente, la situación del mercado de capitales impone restricciones sobre la financiación de la empresa de modo que frecuentemente ésta no tiene libertad de decisión sobre esta área, viéndose forzada a financiarse no de la forma que desea, sino como las condiciones le permiten. El endeudamiento en este contexto deja de convertirse en una estrategia voluntaria de mejorar de la rentabilidad financiera, para convertirse, en ocasiones, en un requisito para la supervivencia de la empresa.

El problema, pues, en este ámbito de las finanzas reside en determinar la proporción entre deuda y recursos propios más apropiada. Éste es el núcleo de la investigación sobre la estructura de financiación. Para comparar entre las estructuras de financiación distintas, se aplica, entre otros, el criterio de coste medio de capital. Entre dos alternativas de financiación se escogerá aquella cuyo coste de capital sea menor. De este modalidad, la diferencia entre la rentabilidad económica de las inversiones y el coste de capital será mayor, quedando un margen superior para remunerar a los propietarios de la empresa.

Hasta ahora se ha analizado la estructura de financiación desde un punto de vista teórico de coste. Según este enfoque, la estructura de financiación óptima es aquella para la cual el coste de capital es mínimo: si la empresa se financia con la relación adecuada entre las distintas modalidades de financiación, el valor de mercado de la empresa será máximo. Y éste también es el objetivo financiero de una empresa.

Sin embargo, en la práctica, esa relación óptima es difícil de determinar, de tal forma que este enfoque del problema resulta poco operativo a la hora de estimar la estructura

de financiación más apropiada para una empresa en concreto.

El endeudamiento a corto plazo presenta dos ventajas importantes sobre los recursos ajenos a largo: su coste suele ser menor y su flexibilidad es mayor. Las ventajas inherentes a la deuda a largo plazo se asocian con dos factores: menor vulnerabilidad a oscilaciones en los tipos de interés y menor necesidad de renegociar la deuda.

## **4.5 Análisis sobre las modalidades existentes en China**

En los últimos años, China ha venido un tipo de política financiera adecuadamente estricta. La carencia de capitales todavía es el problema principal y más difícil en la gestión empresarial. En la financiación empresarial, hay muchos aspectos, por ejemplo, la cantidad y la modalidad de financiación, en que la selección del modelo es un segmento muy importante.

### **4.5.1 El ambiente de la financiación china**

Una empresa es una composición orgánica de los recursos económicos en ciertos ambientes. El establecimiento de una estrategia empresarial sobre la financiación debe considerar el macroambiente y microambiente de la empresa.

En el macroambiente, hay que considerar temas políticos y jurídicos. Ahora, la economía china es muy activa y las políticas productivas, tributarias y de divisa son cada día más completas. Por lo tanto, el campo de financiación chino es amplio y la cantidad aumenta año a año. A la vez, las modalidades de financiación también son muy diversas. El ambiente económico es un factor importante en el macroambiente. En los últimos años, la economía china viene manteniendo un desarrollo muy rápido y estable, lo que manifiesta que China tiene más potencial en su mercado y grandes oportunidades en su desarrollo. Éstos despiertan más interés a los capitales tanto nacionales como extranjeros. El ambiente tecnológico también es un factor importante en el macroambiente, ya que ahora las empresas chinas prestan mucha atención a la formación tecnológica e intelectuales. Éstas proveen condiciones favorables para las finanzas empresariales.

El microambiente empresarial se refiere a los factores que pueden afectar las condiciones productivas y las habilidades de gestión en una empresa. Después de la apertura y la reforma de la economía, las empresas chinas tienen más habilidades en tareas de producción, gestión y competencia. Esta situación hace que los inversores y acreedores suministren capitales a las empresas con mayor confianza y expectativa.

En comparación con el entorno de financiación de las empresas occidentales, la situación de China tiene algunas especialidades, por eso, la premisa de investigación

de la teoría financiera occidental tiene una diferencia con la situación china.

La teoría clásica occidental de finanzas corporativas, que se basa en la teoría de MM y se toma un modelo de gobierno corporativo orientado por mercado y representado por el anglo americano como fondo teórico, tiene una premisa subyacente en que una empresa debe contar con un buen mecanismo de control interno, que puede restringir eficazmente la autoridad corporativa para hacer esta tomar la maximización del valor corporativo como el objetivo, y un mercado externo con eficiencia. Sin embargo, estas principales hipótesis teóricas y contexto institucional son muy diferentes con la situación real de China. Las diferencias se manifiestan principalmente por los siguientes aspectos:

#### 1) Distinción de estructura de la propiedad de acciones

La distribución de la propiedad de las acciones de las sociedades cotizadas de occidente es muy dispersa, por lo cual, el principal poder de decisión de gestión está en manos de los gerentes y los costes de agencia se deriva principalmente de las contradicciones entre accionistas y directivos. Por el contrario, en China, la propiedad de acciones de la mayoría de las sociedades cotizadas está muy concentrada y algunos accionistas minoritarios dominan la mayor propiedad de acciones. En este caso, el poder de nombramiento de directores está en manos de los grandes accionistas y los costes de agencia se derivan principalmente del perjuicio de los grandes accionistas en contra de los pequeños accionistas.

#### (2) Distinción del sistema de las restricciones del derecho de acreedor

En Occidente, la restricción del derecho del acreedor es una “restricción dura”. Cuando una empresa se enfrenta a una dificultad financiera, los acreedores tendría el poder de control de la empresa, por el cual van a disponer del derecho a decidir si deben liquidar la empresa o reestructurar la deuda. En este caso, los convenios de deuda están asociados con el sistema de quiebra. En China, la restricción de deuda de las sociedades cotizadas es una “restricción blanda”. En el mecanismo de quiebra de la compañía, hay muchos factores no económicos. La intervención administrativa del gobierno tiene un mayor impacto en el mecanismo de quiebra. Por lo tanto, los bancos como acreedores a menudo, están excluidos de los trabajos de quiebra sin derecho a voto en la liquidación de la propiedad empresarial. Debido a las garantías financieras gubernamentales (cancelación deudas incobrables), los bancos acreedores no tienen ni la capacidad ni el incentivo para intervenir en las empresas con difícil situación financiera.

#### (3) Distinción del grado de racionalidad de los inversores

En la teoría clásica occidental de las finanzas corporativas, aunque han tenido en cuenta los factores de la información asimétrica y de los contratos incompletos, la premisa teórica es lo que los inversores son perfectamente racionales y los mercados son eficientes en caso de que las informaciones sean dadas. En China, debido al tiempo reducido de desarrollo del mercado de capital y los fenómenos de especulación y manipulación de precio, el grado de protección del inversor es débil, por lo que los inversores no pueden detectar correctamente la señal de la calidad de una empresa de acuerdo con las informaciones relativas financieras.

#### (4) Distinción de condición de transferencia de control

En la teoría clásica occidental de las finanzas corporativas, se considera que los inversionistas tienen derecho a votar con “sus pies” en el mercado. Esto significa que cuando el actual equipo directivo de la compañía resulta su ineficiente en una operación, los accionistas existentes o las empresas nuevas pueden adquirir acciones suficientes para conseguir el control de la empresa y nombrar un nuevo equipo directivo. Aunque las leyes de los Estados Unidos en los últimos años han puesto más restricciones legales a la toma de control corporativo, en el aspecto de la función de supervisión externa, la toma de control corporativo es básicamente eficaz. Por su parte, en China, en la gran mayoría de las sociedades cotizadas existen el fenómeno del que algunos accionistas minoritarios dominan la mayor propiedad de acciones, por lo cual, salvo que los principales accionistas estén dispuestos a transferir sus acciones no negociables a través de un acuerdo hecho fuera del mercado, es muy difícil para las personas externas comprar un número suficiente de acciones en circulación con el fin de hacerse cargo de la empresa, cuando la actual grupo director de la empresa gestiona sin eficiencia. Por lo tanto, las condiciones imperfectas de la transferencia de control corporativo en el mercado de valores afectan en mayor medida la función de la inspección externa sobre la empresa.

#### (5) Distinción del nivel de desarrollo del sistema de selección de gerentes

En el modelo de mercado maduro Anglo-americano, se han formado un sistema perfecto de seleccionar y nombrar gerentes. Como la contratación y el nombramiento de gerentes están muy relacionados con sus reputaciones profesionales, esta situación impulsa en cierta medida a los gerentes a trabajar duramente para evitar la caída del precio de acciones, la toma de control de empresa o la quiebra de empresa. Pero en China, cuando los accionistas de control de las sociedades cotizadas son estatales, el poder de nombramiento y despido del personal de alto nivel de empresa se encuentra en manos de los departamentos de gobierno. En el caso de que los accionistas de control de las sociedades cotizadas sean miembros de una

familia, los altos directivos a menudo son ellos mismos. En estas situaciones, los gerentes profesionales seleccionados por el mercado de talento sólo se ocupan una pequeña parte de los cargos directivos y el nombramiento y el despido de los altos directivos no tienen mucha relación con sus reputaciones profesionales anteriores.

#### (6) Distinción del sistema tributario

Mientras que en la teoría clásica de occidente de las finanzas corporativas, el factor tributario es un factor muy importante que influye en el comportamiento financiero, en China, la máxima tipo legal del impuesto de sociedades es el 33%. Pero la proporción de la aplicación general de esta tipo en las sociedades cotizadas es muy pequeña. Las sociedades cotizadas de China, en general, disfrutan de un tipo impositivo preferencial, así como muchas preferencias no impositivas. Al mismo tiempo, estas sociedades cotizadas de diferentes industrias, regiones y tamaños también tienen distinciones claras del tipo del impuesto. En este caso, es difícil juzgar el impacto de los factores fiscales en el comportamiento financiero de las empresas chinas.

A partir de los factores de los aspectos anteriores, la estructura de gobierno y el comportamiento de decisión financiera de las sociedades cotizadas de China son muy diferentes del trasfondo de la teoría clásica de occidente de las finanzas corporativas. Esto demuestra que el estudio del comportamiento financiero de las sociedades cotizadas chinas puede utilizar ciertos enfoques y métodos de la teoría clásica occidental como referencia. Pero no es apropiado explicar los comportamientos de decisiones financieras de las sociedades cotizadas de China según la teoría sin flexibilidad.

### **4.5.2 Las modalidades de financiación en China**

En los apartados anteriores, se ha mencionado que hay dos tipos principales de financiación: la financiación interna y la financiación externa. La financiación interna es un proceso cambiando los beneficios retenidos y amortizaciones en inversión. La financiación exterior atrae los ahorros de otros agentes económicos, para realizar la inversión empresarial.

En la financiación externa de una empresa, la relación entre la financiación directa y la financiación indirecta, está condicionada no sólo por la situación financiera de la empresa, sino también por el sistema de financiación nacional. En la comunidad internacional, las empresas de algunos países con unas economías de mercado avanzado, como es el caso de estados unidos, los capitales se obtienen principalmente por financiación directa. El porcentaje de la financiación directa por obligaciones y

acciones en la financiación exterior ha sido del 55% al 60% en los años anteriores. En otros países avanzados como Japón, las empresas logran capital del exterior principalmente mediante la financiación indirecta. El porcentaje ha sido del 80% al 85% en la financiación exterior en los años noventa. Ahora la situación de financiación externa para las empresas de los países avanzados ha cambiado lentamente y la financiación directa y la indirecta tienen casi la misma importancia.

#### **4.5.2.1 La financiación directa en China**

Desde los años noventa, las modalidades de financiación empresarial en China se han desarrollado de distintas maneras y en especial, con el desarrollo del mercado de capital, cada día son más las empresas que comienzan a conseguir capitales mediante la financiación directa. De ahí que, este haya sido el medio principal para lograr capitales a largo plazo. Por otra parte, en los últimos años, a la banca china le han faltado métodos efectivos para restringir el capital crediticio. Así, la morosidad se ha incrementado significativamente. Debido a que el ratio de capitales que los bancos pueden usar libremente es muy bajo, las empresas chinas no pueden conseguir capital fácilmente a través de bancos. Además, las empresas con alto nivel de endeudamiento sólo pueden retener menos beneficios, con lo que disminuye su capacidad de autofinanciación, lo que condiciona a las empresas a buscar el capital que necesitan mediante la financiación directa.

En las economías que se rigen por las leyes del mercado, es normal que las empresas capten el capital directamente de los inversores. Por ello, el porcentaje de financiación directa es cada día más alto. Dado que, actualmente, los activos financieros que posee de la población china ha aumentado mucho y que se cuenta con el arraigo de una conciencia de la inversión entre esta población, ha aumentado el grado de exigencia en cuanto a mantener y incrementar el valor de los capitales. De ahí que, la gente ponga mucha atención a los nuevos canales de inversión, como las obligaciones y las acciones. Éstos, sin duda, crean unas mejores condiciones para las empresas que desean financiarse mediante la financiación directa.

En los últimos veinte años, el mercado chino de capitales se han desarrollado con gran rapidez y su función de financiación ha realizado completamente, por lo que la situación en que las empresas chinas realizan financiación dependiendo principalmente de los bancos para recurrir a la financiación indirecta ha cambiado poco a poco y la reforma del sistema financiero de China y la mejora de la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas han conseguido ciertos éxitos.

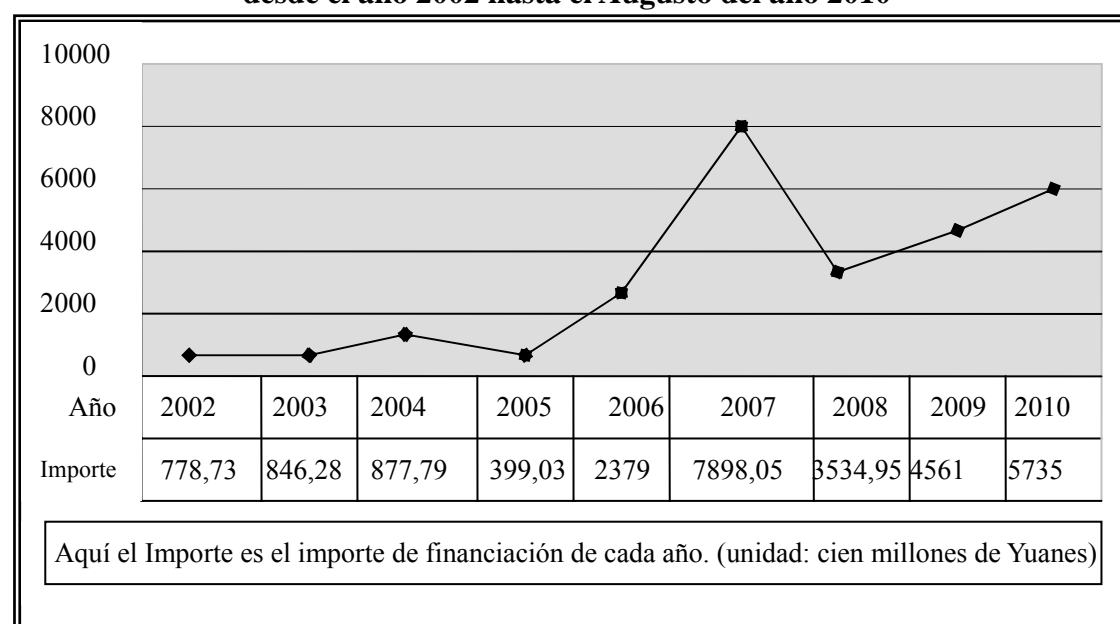
Contando desde el establecimiento de las bolsas de Shanghai y Shenzhen en 1990, el mercado de capitales de China ha pasado más de veinte años. Según las estadísticas de la Comisión Reguladora de Valores de China, desde el año 2002 hasta el agosto del año 2010, el importe de financiación en el mercado de valores de China había



alcanzado 2,7 billones de Yuanes.

A manera de resumen se presentan en el gráfico (4.8). Entre estos años, el pico histórico de los datos se apareció en el año 2007 con el importe de casi 800 mil millones de Yuanes.

**Gráfico 4.8 Los importes de financiación del mercado de valores de China desde el año 2002 hasta el Agosto del año 2010**



Fuente: Comisión Reguladora China de Valores

Pero dentro de la financiación directa, la financiación por acciones es la que tiene mejor aceptación. Principalmente las empresas chinas captan capitales en los mercados de China, Hongkong y Estados Unidos. En comparación con las acciones, las obligaciones son la modalidad menos aceptada por las empresas chinas.

En el año 2007, en el que la cuantía de la financiación por el mercado de valores se había alcanzado el tope histórico, las financiaciones realizadas por acciones fueron de 560 mil millones mientras que las que se realizaron por obligaciones empresariales fueron de 101,5 mil millones. Pero, en el mismo período, los préstamos nuevos en los bancos fueron 3,6 billones. La proporción entre financiación directa e indirecta era de 18 : 82. Esta proporción muestra que la financiación directa todavía suponía un bajo porcentaje en la estructura de financiación. La misma proporción, a la vez, está menos que el nivel de 70% en los países avanzados y el nivel máximo de 20% desde la reforma en China.

En la actualidad, la financiación mediante emisión de deuda tiene una posición muy importante en la financiación directa. En los países avanzados, los capitales empresariales que se financian por medio de obligaciones ocupan una proporción, en la mayoría de los casos, más alta que la de financiación por acciones. Por ejemplo, en

Estados Unidos, las empresas generalmente se cesaban de financiar por medio de acciones en los años ochenta y volvían a comprar las acciones de sus mismas empresas. Desde el año 1995, la cuantía de los capitales captados por la financiación por el medio de acciones se han reducido continuamente. Según los datos estadísticos, para las empresas de países avanzados, la cuantía de financiación por obligaciones generalmente es 10 veces más grande que la de financiación por acciones. Pero en China, la cuantía de financiación por obligaciones sólo es un décimo de la de financiación por acciones.

Desde el año 1990, la política financiera de China se ha desarrollado continuamente con el objetivo de aumentar la eficiencia. Desde el punto de vista del desarrollo de las modalidades de financiación, la política que tomaba al banco como la fuente principal de financiación se está transformando en la política unida en el los bancos y el mercado de capitales tienen el mismo peso. En general, las empresas chinas toman actualmente la financiación por acciones como la modalidad principal de financiación directa, pero la proporción de financiación por obligaciones muestra una tendencia al alza.

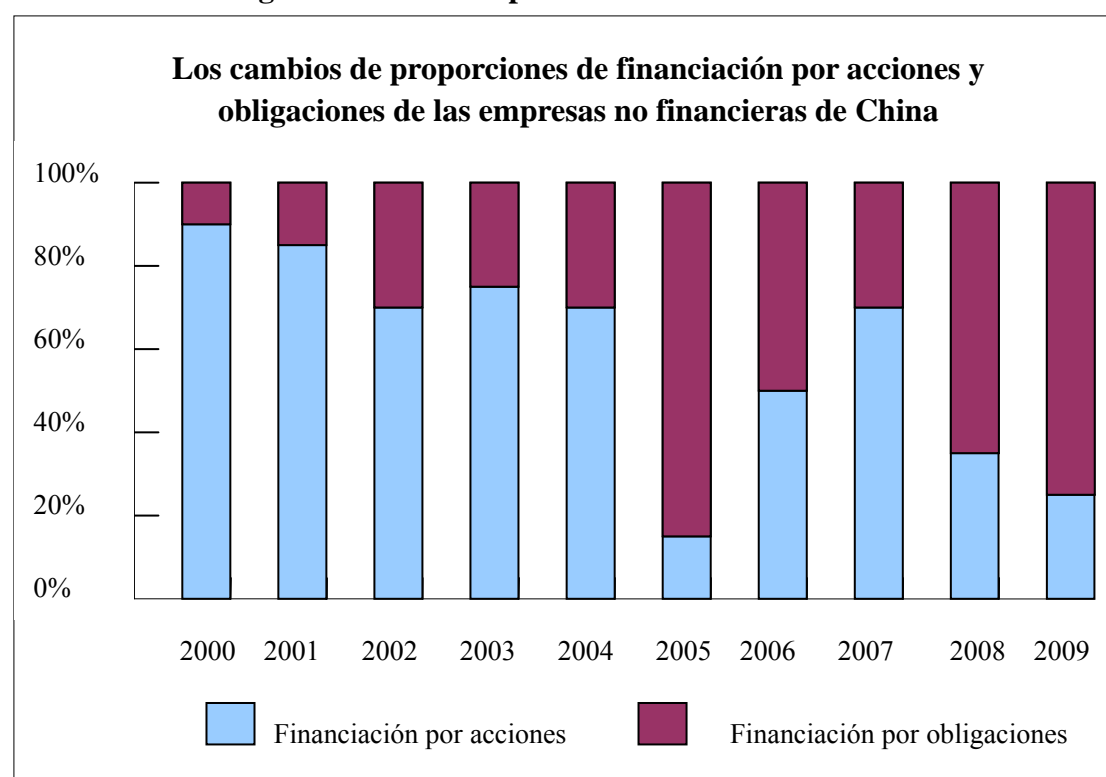
En el año 1992, la financiación por obligaciones llegó los 68.371 millones de Yuanes. En 1995, sólo era de 3.380 millones y, en 1997, se había reducido a 2533 millones Yuanes. Desde el año 1986 en que aparecieron las obligaciones empresariales en China hasta finales del año 1997, la cantidad media anual de emisión de obligaciones fue de 30 mil millones de Yuanes y la cantidad total en estos años ascendió a 230 mil millones Yuanes. De entre todas las obligaciones, el volumen de las obligaciones negociadas en el mercado no rebasó 3 mil millones Yuanes. En las bolsas en China, las obligaciones empresariales sólo representan un tipo de producto sin importancia y las cantidades negociadas en el mercado son mucho menores que las de las acciones. En el año 2000, se emitieron 640 mil millones Yuanes de obligaciones. De estas emisiones, las de las empresas no alcanzaron los 10 mil millones de Yuanes. Por otro lado, fuera de China la cantidad de las obligaciones emitidas hasta finales de 1998 fue de 8400 millones de Dólares. En ese año, el importe de las obligaciones emitidas por las empresas de todo el mundo fue de 3.025.100 millones de Dólares.

De acuerdo al gráfico 4.9, la financiación directa de las empresas no financieras de China se materializa principalmente por acciones. Entre el año 1992 y el año 2007, el importe de la financiación por acciones representó en promedio el 70,9% de la cantidad de financiación por valores. Desde el año 2008, debido al ajustamiento del mercado bursátil de China y el rápido desarrollo de las obligaciones corporativas, la proporción de financiación de obligaciones, que alcanzó el 71 % en el año 2009, en la financiación directa es mayor que la de financiación por acciones.

Por lo general, la emisión de obligaciones de las empresas en China y la explotación del mercado de obligaciones no sólo están inadaptadas al fuerte desarrollo de la economía china y la diversidad de canales de financiación, sino que también

experimentan un desarrollo contrario a la tendencia del mercado mundial.

**Gráfico 4.9 Los cambios de proporciones de financiación por acciones y obligaciones de las empresas no financieras de China**



Fuente: Comisión Reguladora China de Valores

¿Se puede decir de estos fenómenos que es más beneficiosa la financiación por acciones? No, la realidad no es así. En el análisis teórico, al comparar ambas opciones, los costes totales de la emisión de obligaciones son más bajas.

En la financiación por obligaciones, los intereses de las obligaciones están incluidos en el coste, con lo que disminuye la cantidad a pagar de impuesto. En el caso de la financiación por acciones, se presenta el problema fiscal tanto para las empresas como para los accionistas, es decir, sobre los beneficios antes de impuestos, lo que obliga a tributar dos veces y aumenta el coste financiero. Con la financiación por obligaciones, a la vez que se facilita la utilización de capitales ajenos en la ampliación del tamaño de la empresa, también se favorece el aumento del beneficio de los accionistas, lo que se denomina el efecto de apalancamiento. En la financiación por acciones, aunque los accionistas puedan aportar nuevo capital a la empresa, también aumenta, al mismo tiempo, la base sobre la que habrá que calcular el reparto de beneficios.

Por otro lado, la actual estructura administrativa de las empresas no se ve afectada con la financiación por obligaciones. Sin embargo, la financiación por acciones sí que le afecta, hasta el punto de poder provocar perjuicios a los intereses y problemas entre los accionistas nuevos y los antiguos sobre la propiedad de acciones. En la

investigación sobre las empresas del mercado chino de capitales, que la mayoría son nacionales, la finalidad de la financiación es clave a la hora de valorar la actualidad de financiación empresarial.

Al tratar la financiación, hay dos factores a los que se presta especial atención: maximizar la cantidad de capital captado y minimizar el riesgo. Al alcanzar el máximo de capital captado, las empresas no sólo pueden compensar en gran medida su déficit y su deuda, sino que también pueden promover el desarrollo, aunque este tipo de desarrollo se manifiesta, en cierto sentido, por la utilización extensiva de capitales. La minimización del riesgo se refiere principalmente a la reducción de riesgo de bancarrota de aquellas empresas con más posibilidades. Con este tipo de planteamiento, la maximización del valor empresarial no ha sido el factor que se considera principalmente en la financiación, pues la maximización del valor de la empresa no puede garantizar la maximización del beneficio de los administradores de la empresa, mientras que, en las condiciones de la maximización de beneficio y de la minimización del riesgo, los administradores sí que pueden asegurar sus beneficios suficientemente. Por eso, cuando se seleccionan la modalidad de financiación por la empresa en el mercado de capitales, se prefiere a la financiación por acciones, que no implican amortización, comparando con la financiación por obligaciones, lo que conlleva amortización y pago de intereses. Para las empresas chinas, la financiación por acciones, por lo menos, es un tipo de financiación perdurable sin riesgo y en el que los inversores no pueden reclamar la amortización mientras que las empresas, a su vez, pueden captar más capital mediante el racionamiento de las acciones.

El fuerte contraste entre el desarrollo de los mercados de acciones y de obligaciones, refleja que las empresas todavía no hacen su papel como agentes del mercado, tomando el beneficio a corto plazo como objetivo de su financiación. Por eso, las claves del desarrollo del mercado de obligaciones empresariales están en que los agentes de emisión de obligaciones, sean empresas con eficacias y habilidades en su gestión en el mercado.

Otro aspecto en el caso de China, es el desarrollo del mercado secundario de obligaciones. La base para la existencia y el desarrollo de obligación empresarial es la fluidez después de la emisión. Generalmente, cuando haya más fluidez, mayor espacio de desarrollo tendrán las empresas para financiarse con obligaciones. Actualmente en China, el mercado secundario de obligaciones está incompleto al carecer de la acción de la intervención. Por eso, emitir obligaciones es muy difícil para las empresas además de necesitar que se establezca un sistema completo de crédito. Como los emisores tienen una responsabilidad en el reembolso y en la remuneración, el cumplimiento de estas responsabilidades tiene una base de perfección de un sistema de crédito social. Éste es una parte débil de la vida económica de China, que hay que reforzar urgentemente.

### 4.5.2.2 La financiación indirecta en China

De acuerdo con las estadísticas de la Comisión Reguladora de Valores de China y el Banco Popular de China, el porcentaje de financiación indirecta de China en el año 2001 era el 60 % del total de la financiación. En el año 2007, la relación entre la financiación directa e indirecta era de 18 a 82 en China. Es decir, el origen del capital de las empresas se situaba en un 18% para la financiación directa y en un 82% para la indirecta. En estos seis años, el porcentaje de financiación indirecta había subido más de un 20%. Entre estos años, este porcentaje llegaba al máximo del 93.81% en el año 2003. En los recientes años de 2010, 2011 y 2012, los porcentajes de financiación indirecta en China eran respectivamente el 80.38%, el 80%, y el 88%. En la misma época, el porcentaje de financiación directa variaba entre 5% y 15%. Estas proporciones no sólo se sitúan por debajo del 70% de los países avanzados, sino que incluso también se sitúan por debajo del 20%, que es lo máximo desde la apertura en China. A manera de resumen se presentan en el gráfico 4.10 y el gráfico 4.11. Esta situación demuestra que los préstamos bancarios siguen siendo la principal vía de financiación para las empresas chinas y la modalidad para la financiación empresarial es todavía limitada.

**Gráfico 4.10 Situación de financiación directa e indirecta de China entre el año 2001 y el año 2011 (Unidad: cien millones de Yuanes)**

Año	Financiación total por acciones y obligaciones dentro y fuera de China	Obligaciones públicas	Financiación directa	Financiación indirecta	Porcentaje de financiación directa en el total de financiación	Porcentaje de financiación indirecta en el total de financiación
2001	1252.34	4884.00	6136.34	11643.34	34.51%	65.49%
2002	971.24	5934.30	6905.54	19916.60	25.75%	74.25%
2003	1383.74	6280.10	7663.84	19916.60	27.79%	72.21%
2004	1525.78	6923.90	8449.68	25239.60	25.08%	74.92%
2005	2022.82	7042.00	9064.82	24207.70	27.24%	72.76%
2006	5493.68	8883.30	14376.98	36265.20	28.39%	71.61%
2007	8858.71	23139.10	31997.81	40978.00	43.85%	56.15%
2008	3852.22	8558.20	12410.42	54112.00	18.66%	81.34%
2009	5603.34	17927.24	23530.58	107875.00	17.91%	82.09%
2010	12638.67	19778.30	32416.97	86133.00	27.34%	72.66%
2011	7506.22	17230.00	24736.22	118300.00	17.29%	82.71%

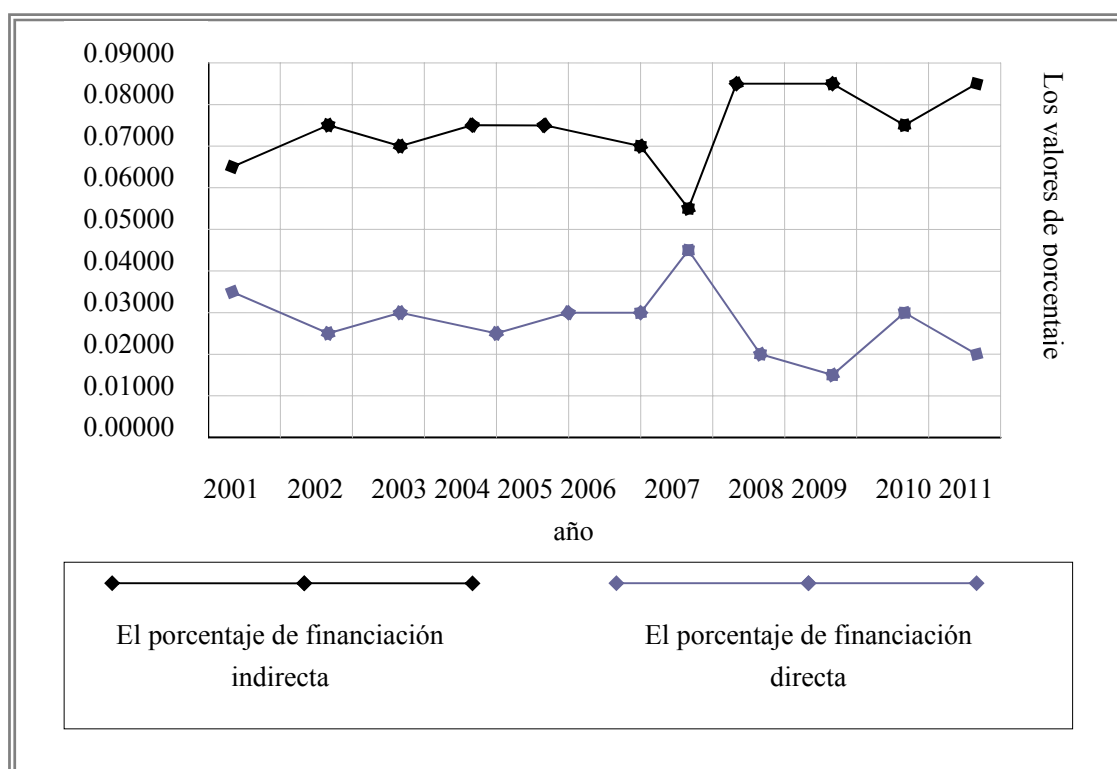
Fuente: Datos estadísticos de financiación directa e indirecta de China (2001-2011)

Debido a una dependencia excesiva de la financiación indirecta, se han obtenido los siguientes resultados negativos por parte de las empresas y las sociedades:

- 1) La carga que supone para la empresa los intereses, provoca un aumento del coste de gestión.

Según los datos estadísticos de la Academia China de Ciencias Sociales, en el año 2002, el ratio medio de endeudamiento de las empresas chinas era del 58,72%. Ahora, más de 10 años después, esta cifra ha aumentado al 70 %-75 %. En la actualidad, el retorno de la inversión de capitales de las empresas chinas sólo es el 6,8 %, mientras que el coste ponderado de endeudamiento de las empresas es el 7,8%. Por eso, el nivel de rentabilidad de las empresas es difícil de cubrir el coste de los capitales.

**Gráfico 4.11 Representación a escala de los porcentajes de financiación directa e indirecta de China (2001-2011)**



Fuente: Comisión Reguladora China de Valores

La organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) considera que si los pasivos de las empresas en un país representan el 90% del PIB, la situación es peligrosa. Sin embargo, la proporción de los pasivos de las empresas chinas en 2011 alcanzó el 107% del PIB. Standard & Poors, como el líder mundial de las agencias de calificación, cree también que, hasta el final del año 2012, la proporción entre la deuda del sector privado chino (residentes y empresas privadas) y el PIB nacional era el 131%. Aunque esta proporción es mucho más baja que la de los Estados Unidos y el Reino Unido (alrededor de 200 %), esta cifra ha sido muy alta para un

país en desarrollo, ya que el nivel normal de los países en desarrollo es alrededor del 50 %.

Desde el punto de vista de las finanzas corporativas, en general, es más razonable mantener la relación deuda-activos por debajo del 70 %, lo que tienen en cuenta las exigencias tanto del riesgo de endeudamientos de las empresas como del uso del apalancamiento financiero para el desarrollo de las mismas. En los últimos años, el endeudamiento de las empresas chinas ha sido relativamente alto y muchas empresas tienen el ratio de endeudamiento más de un 70 %. Esta situación tiene sus factores razonables. La economía china ha estado en un canal ascendente hace muchos años. En esta etapa, por el efecto de apalancamiento, cuanto más se endeudaban las empresas, mayor velocidad se conseguía en su desarrollo. Si sufren el punto de inflexión de crecimiento económico, el endeudamiento alto no sólo no ayuda a las empresas a acelerar el desarrollo, sino que crea problema a la circulación de capitales empresariales. Por lo tanto, en diferentes ciclos de desarrollo económico, los niveles de endeudamiento corporativo deben ser diferentes.

Por la falta de capacidad para amortizar y remunerar los préstamos de los bancos, éstos se encuentran con muchos préstamos impagados. Algunas empresas, a su vez, aprovecharon las quiebras para refundarse y así, eludir pagar las deudas a los bancos, lo que ha tensado la relación entre los bancos y las empresas. La causa profunda de esta situación es la escasez de canales de financiación, lo que lleva a las empresas a depender de los bancos.

- (2). El riesgo financiero que los bancos asumen, aumenta cada día y así se impide equilibrar las finanzas. Al escasear los recursos propios, los capitales empresariales de producción y gestión se mantienen principalmente por los préstamos bancarios y los préstamos en mora. Por eso, el riesgo empresarial se traslada a los bancos con lo que aumenta el riesgo de su negocio.

Por ejemplo, de acuerdo con los Informes Anuales de 2012 de los bancos cotizados chinos, el total de los créditos morosos de los cinco bancos estatales de gran escala incluido el Banco Industrial y Comercial, el Banco Agrícola, el Banco de China, el Banco de Construcción y el Banco de Comunicación, ha llegado a 327.484 millones de Yuanes. Sin embargo, el total del beneficio neto de estos cinco bancos es 774.629 millones de yuanes. La proporción del total de los préstamos improductivos en el total del beneficio neto ha alcanzado el 42 %.

Las empresas también recurren a nuevos préstamos para amortizar préstamos antiguos, o ampliar las líneas de préstamos aumentando así la aportación de fondos provenientes de créditos, con lo cual aumenta el

suministro anormal de dinero y en consecuencia estimulando la inflación.

- (3). Los ciudadanos chinos son el mayor acreedor neto de los fondos que sostienen el desarrollo de China. Las pérdidas de las empresas y los bancos de propiedad estatal y la alta inflación causaron la devaluación de la moneda, con lo que al final, se transmitía a los ciudadanos el problema y los convertía en víctimas, lo que no favorece a la estabilidad social.

Aunque la financiación indirecta pueda presentar algunos problemas en China como la principal modalidad de financiación, todavía la avalan algunas razones para que sea una forma importante de financiación.

Los países en desarrollo al plantear sus estructuras de financiación, deben considerar el desarrollo económico del país y la realidad de las condiciones del mercado financiero. La financiación directa, que depende en gran medida de los mecanismos del mercado, puede debilitar fácilmente la base sobre la que el gobierno ejerce el control de los recursos financieros. La financiación indirecta por el contrario, favorece la acción de control del gobierno por lo que, mediante el establecimiento de políticas razonables de crédito, el gobierno puede orientar la asignación de fondos de las principales industrias y sectores importantes, para lograr el desarrollo de la economía a una velocidad mucho mayor que de otra forma.

A medida que el nivel de desarrollo económico en un país se eleva, por un lado el sistema financiero mejora constantemente y cada vez aparecen más instrumentos financieros y a la vez, los mercados financieros también maduran para poder satisfacer las crecientes necesidades de los ciudadanos a la hora de realizar inversiones financieras. Por otro lado, hay una tendencia a la diversificación en el campo de financiación y al mismo tiempo, la conciencia de riesgo y los conocimientos sobre el crédito aumentan continuamente entre los pueblos, permitiendo así la mejora del desarrollo de las condiciones sobre la financiación directa. Como resultado, la proporción de la financiación directa en la estructura de financiación también seguirá aumentando. Pero no se puede negar, de todo lo anterior, la posición y el papel que tiene la financiación indirecta en la estructura de financiación de un país.

Con la reforma y la apertura en China hace más de 30 años, La financiación directa partía de cero, mientras que el mercado bursátil cuenta con algo más de 20 años en su desarrollo aunque todo ello no ha contribuido a elevar la proporción de la financiación directa que ha visto frenada su evolución por los factores siguientes:

- 1) El desarrollo económico de China es relativamente bajo y el sistema de regulación del mercado de valores no es perfecto.
- 2) No se han instalado completamente en la sociedad china la noción del



crédito ni la conciencia del riesgo.

- 3) Por parte del gobierno, se adolece de capacidad y de conciencia de supervisión.

De acuerdo con los datos de la Comisión Reguladora de Valores de China, en los últimos 10 años, se han captado totalmente en el mercado de valores, casi 3 billones de Yuanes de capitales, mientras que el saldo de préstamo del sector bancario de China se ha incrementado en 65 billones de Yuanes al final de 2012 y va a alcanzar 70 billón de Yuanes pronto. Con ello se hace patente, la necesidad de crear nuevas condiciones para desarrollar la financiación directa. Con los fondos de crédito de los bancos, se ha apoyado el rápido y estable desarrollo económico de China, pero en el curso de éste desarrollo, se ha generado una elevada cantidad de activos de mala calidad lo que representa un riesgo potencial. Para resolver este problema, hace falta hacer grandes esfuerzos llevados a cabo por distintas instituciones financieras que están obteniendo unos resultados satisfactorios y a medida que se afiance el sistema de seguridad financiera para las sociedades y se profundice en la reforma de las empresas de propiedad estatal, la proporción de los activos de mala calidad de los bancos disminuirá constantemente.

# CAPÍTULO 5: El coste de financiación

## 5.1 Reseña sobre el coste de financiación

La financiación de los activos e inversiones de las empresas requieren la utilización de diferentes recursos financieros, lo que supondrá un coste, ya sea explícito o implícito.

En el sentido general, los costes de financiación son el resultado de la separación de la propiedad y del derecho de uso de los capitales. La sustancia del coste de financiación es la remuneración que los usuarios les pagan a los propietarios. Dado que la financiación empresarial es un tipo de operación en el mercado y la transacción naturalmente tiene costes, los usuarios tienen que pagar los costes asociados con el fin de obtener el derecho de uso. Así pues, los gastos de inscripción, los gastos de agencia que los organismos financieros encargados cobran para la emisión de acciones y bonos, los cargos de tramitación sobre los préstamos bancarios, etc., todos ellos son costes de financiación.

Por eso, el coste de financiación empresarial actualmente consta de dos partes: coste en el proceso de financiación y coste del uso de los capitales. El coste de uso de capitales, es la remuneración que las empresas pagan a los proveedores por el uso de sus capitales incluyendo intereses, dividendos, alquileres, etc. Se debe señalar que el coste de la financiación anteriormente descrito sólo es el coste financiero de las financiaciones corporativas, también llamado coste explícito. Además de los costes financieros, la financiación empresarial también tiene un coste de oportunidad, o coste oculto. El coste de oportunidad, que es un concepto importante en la economía, se refiere a las ganancias más altas que se consiguen por destinar unos fondos a un uso especial renunciando a otros usos. Cuando analizamos los costes de la financiación empresarial, el coste de oportunidad es un factor necesario a considerar. Como el uso de los fondos propios de cualquier empresa es gratuito, la empresa no necesita pagar el coste de financiación en el exterior. Pero, desde el punto de vista de las ganancias medias que se consiguen con las inversiones o los capitales en la sociedad, los fondos propios deben contribuir a la retribución después de la utilización y en esto no hay ninguna diferencia con otros modelos de financiación.

El nivel de los costes de financiación se suelen expresar por un número relativo que se denomina Tipo de coste de financiación. Su fórmula es:

$$\text{El tipo de coste de financiación} = \frac{\text{Coste de uso de capitales}}{\text{monto de financiación} - \text{coste de financiación}}$$

Desde el punto de vista de los proveedores de capitales, los costes de financiación son la remuneración requerida por los proveedores.

La remuneración requerida por los proveedores o inversores está formada por dos partes: remuneración sin riesgo y remuneración con riesgo. La remuneración sin riesgo es la remuneración que deben obtener los inversores bajo condiciones de no riesgo. Si no se considera el factor inflación, la remuneración sin riesgo es justamente el valor del dinero en el tiempo de la moneda. Remuneración con riesgo, es la remuneración extra conseguida bajo condiciones de riesgo. Ésta es la compensación previa que los inversores consiguen por una posible pérdida.

Como el coste de financiación suele venir expresado por un número relativo, desde el punto de vista de los proveedores, el tipo del coste de financiación puede ser expresado de la siguiente expresión:

El tipo de coste de financiación = tipo de remuneración sin riesgo + tipo remuneración con riesgo

## **5.2 Los factores determinantes del coste de financiación**

Desde el punto de vista de los inversores, el coste de financiación representa la remuneración requerida por los inversores. El nivel de remuneración depende de la medida de riesgo que los inversores quieren soportar. Cuanto mayor sean los riesgos que asumen los proveedores, mayores serán los rendimientos esperados, y viceversa. Por eso, el coste de financiación está en función del riesgo y viene expresado como:  $K = f(R)$  Aquí  $K$  es el coste de financiación,  $f$  es el símbolo de función,  $(R)$  es riesgo.

En el riesgo al que se enfrentan los inversores incluye un riesgo sistemático y un riesgo no sistemático. El riesgo sistemático es el riesgo que los inversores asumen conjuntamente, el riesgo general del mercado no diversificable. El riesgo no sistemático es el riesgo que existe en las empresas individuales. Antes de asumir dicho riesgo, los inversores evalúan el nivel de riesgo de la inversión y en base a ello, determinan qué remuneración es aceptable en función del riesgo que entrañe la empresa invertida. En el riesgo específico, se diferencian dos partes: el riesgo de negocio y el riesgo de financiación. En el riesgo del negocio, el nivel de capacidad de los administradores es un factor importante a la hora de decidir. El riesgo de financiación es el riesgo en el que se incurre al financiarse fuera de la empresa. Hay dos factores que influyen en el riesgo de financiación: uno es el nivel de riesgo de negociación y el otro es el nivel del ratio de endeudamiento corporativo. En el caso de que el riesgo de negociación esté fijado previamente, cuanto más alto sea el ratio de endeudamiento, más posibilidad habrá de insolvencia al vencimiento, con lo que

aumentará el riesgo de financiación y disminuirá cuanto menor sea el ratio de endeudamiento.

Aunque los factores que determinan el riesgo específico de la empresa son el nivel de negociación y el ratio de endeudamiento, las formas en que manifiestan su influencia estos dos factores en el coste de financiación empresarial son diferentes. Como el nivel de negociación de la empresa es relativamente estable en determinados momentos, este nivel en la duración previamente fijada es una constante. En el caso de que el nivel de negociación sea fijo, desde el punto de vista de la relación entre el ratio de endeudamiento y el coste de financiación, se observará que a medida que el ratio de endeudamiento aumenta, el riesgo de financiación se eleva y lo mismo sucede con el coste de financiación.

Del análisis anterior se deduce que el nivel de negociación es una constante que afecta solamente al nivel general del coste de financiación, mientras que, el coste de financiación es función del ratio de endeudamiento. Esta relación de función puede ser representada mediante la expresión:  $K=f(D/V)$  Donde  $D/V$  es ratio de endeudamiento.

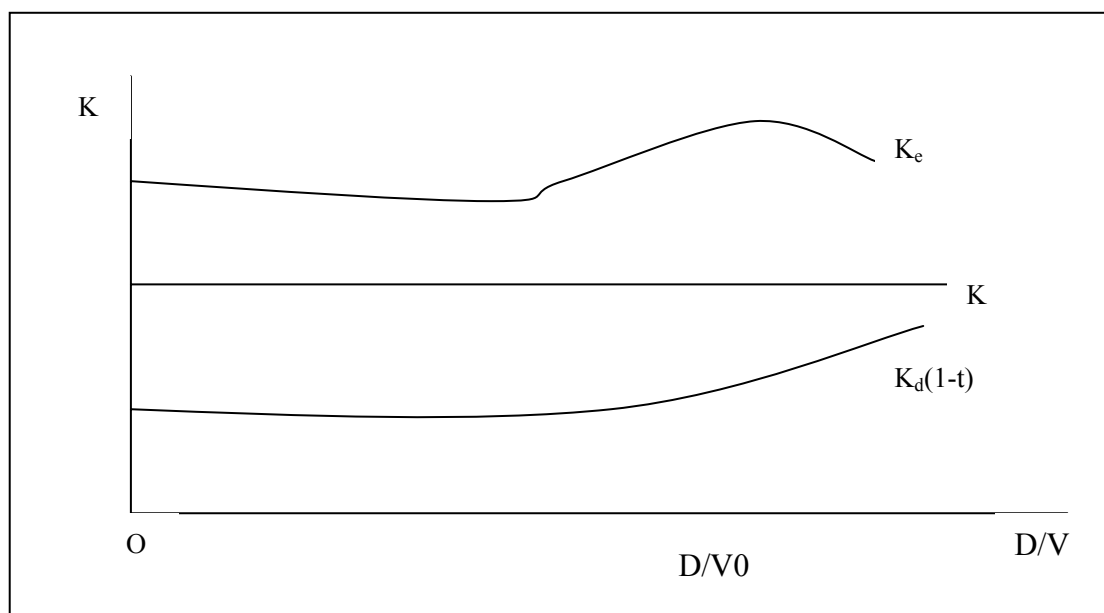
En el caso de que el riesgo de negociación esté fijado previamente, debido a las diferencias de los derechos y las identidades entre los acreedores y accionistas, los niveles de riesgo asumidos por ambos también serán diferentes. En concreto, desde el punto de vista del orden del derecho de reclamación sobre la asignación de los beneficios cooperativos, los acreedores obtienen beneficios fijos antes de los accionistas. Desde el punto de vista del orden de derecho de reclamación sobre las propiedades residuales, los acreedores consiguen las propiedades residuales antes de los accionistas. Por eso, los riesgos que enfrentan los acreedores son mucho más pequeños que los accionistas. Las retribuciones reclamadas por los acreedores son más reducidas en comparación con los accionistas. Además, debido a que los intereses de la deuda se pagan antes de impuestos, la deuda tiene el efecto de ahorro de impuestos. Este efecto que se refleja en los gastos de financiación se muestra en que los costes de financiación por deuda ( $K_d$ ) es menor que los costes de financiación por acción ( $K_e$ ). La relación entre los costes de financiación por deudas y los costes de financiación por acciones se muestran en el siguiente gráfico 5.1:

Algunas explicaciones sobre esta gráfica:

- (1). Cuando el ratio de endeudamiento corporativo está dentro de ciertos rangos, los acreedores consideran que el riesgo de la inversión es más baja. En estas condiciones,  $K_d$  es básicamente una línea recta paralela al eje K. Cuando el ratio de endeudamiento supera a cierto nivel, los acreedores consideran que si la compañía incrementa más su pasivo, tendrán que enfrentarse a mayores riesgos. En este momento, la línea de  $K_d$  describirá una tendencia al alza lentamente. Cuando la compañía aumenta aún más el pasivo, el riesgo de

inversión que enfrentan los acreedores se ampliará. En estas condiciones,  $K_d$  se elevará rápidamente. El punto crítico de  $K_d$  es  $K$  que se corresponde con un ratio de endeudamiento  $D/V_0$ . Es decir, en el punto  $D/V_0$ , el ingreso marginal de endeudamiento es igual que el coste marginal de endeudamiento. Si la empresa aumenta aún más su endeudamiento, los ingresos procedentes de ese endeudamiento serán insuficientes para cubrir los gastos de dicho endeudamiento, reduciendo las ganancias de los accionistas.

**Gráfico 5.1 La relación entre coste de financiación y tipo de deuda**



Fuente: Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y. (2003)

(2). Cuando el ratio de endeudamiento corporativo está dentro de cierto rango,  $K_e$  aumenta a medida que el ratio de endeudamiento se incrementa. Esta situación puede ser explicada por dos factores:

- En el primero, a medida que el ratio de endeudamiento se incrementa, el riesgo de financiación corporativa aumenta y el ratio de remuneración exigida por accionistas sube también, por lo cual el coste de propiedad de acciones aumenta al mismo tiempo.
- En el Segundo, a medida que el ratio de endeudamiento corporativo se incrementa, el endeudamiento corporativo trae ganancias adicionales para los accionistas. Estas ganancias son la diferencia positiva entre el ingreso por endeudamiento y el coste de endeudamiento. Es decir, la ganancia de accionistas proceden de dos partes: una es la ganancia de las inversiones de acuerdo con el ratio de rendimiento de los activos. La otra parte es la ganancia adicional obtenida por endeudamiento para los accionistas. Por lo tanto, el ratio de rendimientos de los accionistas ( $K_e$ )

se incrementa a medida que el ratio de endeudamiento aumenta. La magnitud del incremento depende de la cantidad de los ingresos adicionales que son obtenidos por el endeudamiento. Todo ello se manifiesta en las siguientes expresiones:

$$K_e = \frac{\text{Ratio de rendimiento de los activos} \times \text{capital social} + \text{ganancia neta de endeudamiento}}{\text{capital social}}$$

$$= \frac{\text{Ratio de rendimiento de los activos} + \text{cantidad de endeudamiento} \times (\text{Ratio de rendimiento de los activos} - \text{Ratio de interes de endeudamiento})}{\text{capital social}}$$

$$= \frac{\text{Ratio de rendimiento de los activos} + \frac{\text{cantidad de endeudamiento}}{\text{capital social}} \times (\text{Ratio de rendimiento de los activos} - \text{Ratio de interes de endeudamiento})}{1}$$

Si  $K$  es el ratio de rendimiento de los activos,  $D$  es la cantidad de endeudamiento y  $S$  es la cantidad de capital social, entonces la expresión anterior se puede representar como:

$$K_e = K + \frac{D}{S} \times (K - K_d)$$

Cuando la compañía incrementa aún más su deuda, debido a un lento incremento de  $K_d$ ,  $K_e$  continúa mostrando una lenta tendencia al alza. Pero cuando el ratio de endeudamiento llega a cierto nivel, es decir cuando el ratio de endeudamiento llega al punto  $D/V_0$ , como la ganancia de endeudamiento es igual que el coste de endeudamiento, un incremento en la deuda de la compañía va a hacer que  $K_e$  se reduzca.

### 5.3 El coste de capital y el coste de oportunidad

(1). El coste de capital. Al hablar de financiación empresarial, se distinguen dos

tipos de financiación según su duración: la financiación a corto plazo y la financiación a largo plazo. Esta diferenciación también se extiende a los costes de financiación, con coste de financiación a corto plazo y a largo plazo. Generalmente, a los fondos empresariales captados por la financiación a largo plazo se les denomina capital y de ahí que, al coste de financiación a largo plazo, también se le denomine coste de capital.

El coste de capital es el coste medio ponderado de los recursos propios y de la deuda; es decir, el coste de las distintas fuentes de recursos utilizados, afectados por el porcentaje de participación, a valor de mercado, de cada una de ellas en el total y teniendo en cuenta que el ahorro en los impuestos, debido al cargo de los intereses, reduce el coste de la deuda. Así pues, éste es el criterio a emplear al valorar el total de la empresa y sus componentes financieros, de capital y de deuda.

Desde el punto de vista de la empresa, el coste de capital es la remuneración pagada por el uso de capital, incluyendo el coste de uso del capital y el coste de financiación. El coste de uso del capital es la remuneración pagada por una empresa a los propietarios de ese capital como intereses, dividendos, etc. Los costes de financiación del capital son varios costes pagados por una empresa en el curso de recogida del capital como el coste de imprimir de acciones u obligaciones, cargos por comisiones de emisión, costes de valoración del crédito, costes de publicidad, etc. Desde el punto de vista de los inversores, el coste de capital es la remuneración pedida por los inversores. Esta remuneración está constituida por dos partes: el ratio de remuneración con riesgo y el ratio de remuneración sin riesgo.

Al interpretar el significado del coste de capital hay que entender: (a). Desde el punto de vista de la financiación, el coste de capital es el precio pagado por una compañía para captar capital. De ahí que, en la financiación hay que considerar el coste de capital. (b). Desde el punto de vista de la inversión, el coste de capital es el ratio mínimo de remuneración requerida por la compañía en la inversión. Sólo cuando la ganancia de la inversión supera el coste del capital, el proyecto de inversión puede ser viable. Por eso, el coste de capital es la base importante para la compañía en valoración de la viabilidad de un proyecto de inversión. (c). Pero no es ésta la única utilización del coste de capital. Puesto que estructuras de financiación alternativas tendrán costes de capital distintos, una segunda aplicación del coste de capital consiste en permitir evaluar la conveniencia de una estructura de financiación frente a otras; en principio, será más deseable aquella que tenga un coste de capital menor. Desde esta perspectiva, el coste de capital de una empresa es una medida de la eficacia con la que se gestiona la estructura de su financiación.

- (2). El coste de oportunidad. El coste de oportunidad que define el mayor beneficio obtenido de cierto activo al ser destinado a un fin en vez de a otros distintos es un concepto importante en la economía. En el análisis del coste de financiación, el coste de oportunidad es un factor muy importante que se debe considerar. Por ejemplo, cuando se analiza el coste de financiación interna, hay que considerar el coste de oportunidad, ya que, en la financiación interna, no hay necesidad de pagar el coste de financiación al exterior. Por eso, se puede decir que los capitales de la autofinanciación son de uso libre. Pero las ganancias retenidas, que se utilizan en la autofinanciación, como un tipo de recurso, no sólo pueden ser utilizados en las gestiones de la compañía como una inversión añadida, sino que también pueden ser utilizados en otras actividades de inversión como la compra de valores o el depósito en bancos para ganar interés. Por lo tanto, una compañía utiliza las ganancias retenidas como inversión adicional, renunciando al mismo tiempo a la oportunidad de utilizar de estas ganancias en otras inversiones para obtener una rentabilidad. Por eso, esta compañía incurre en un coste de oportunidad. Porque la ganancia retenida pertenece al ámbito de los accionistas, la ganancia retenida que se utiliza como inversión adicional es equivalente a las reinversiones de los accionistas ordinarios en la compañía. Por eso, el coste de oportunidad de la financiación interna puede ser expresado por la remuneración de la acción ordinaria es decir, el ratio de coste de capital de la acción ordinaria.

Otro ejemplo, es la financiación con créditos comerciales en forma del pago aplazado. Normalmente este tipo de financiación no necesita del pago de coste de financiación, pero los créditos comerciales suelen poner a condiciones de créditos. Por ejemplo, si la compañía paga la factura antes de 10 días, Puede disfrutar de descuento del 2%. Si paga entre 10 y 30 días, no puede disfrutar del descuento. En este caso, tiene que pagar el total de la factura. Si la compañía renuncia al descuento ofertado en las condiciones del crédito, equivaldrá a tener que pagar el coste oculto. Por lo tanto, la financiación de créditos comerciales también tiene coste, que en esencia es el coste de oportunidad.

## **5.4 El coste de financiación a corto plazo y su cálculo**

Las modalidades de la financiación a corto plazo son: los créditos comerciales, los préstamos bancarios a corto plazo, los papeles comerciales, las cuentas a cobrar y por pagar. A continuación, se analiza el coste de la financiación de las modalidades anteriores.



## 1) El coste del crédito comercial

En las actividades empresariales de producción y gestión, generalmente se compran materias primas o productos a crédito. Es decir, reciben los productos y se pagan aplazado. Desde el punto de vista de este fenómeno, la compra a crédito es una operación de especulación con los productos, pero desde el punto de vista esencial, éste es un acto de crédito entre empresas que se refleja como que el comprador que toma el crédito consigue una suma de dinero del vendedor. La suma total de este dinero es el precio de los productos. La duración de este crédito viene reflejado por el aplazamiento en el pago, por eso, se considera como apoyo a la financiación del proveedor en forma de crédito comercial. Contablemente, este crédito es una cuenta a pagar y forma parte del pasivo. Desde la óptica de los vendedores, el crédito es un tipo de activo, es decir son cuentas a cobrar.

El crédito comercial es una modalidad principal de financiación dentro de la financiación empresarial a corto plazo. Los datos muestran que los créditos comerciales suponen un 40% de la financiación empresarial a corto plazo. En las compañías de pequeño tamaño, el porcentaje de crédito comercial es más elevado, ya que debido a las limitaciones que imponen otras modalidades de financiación y la dificultad que entraña acceder a ellas, sólo pueden recurrir a los créditos comerciales.

Como una modalidad de financiación, el crédito comercial también tiene un coste. El coste de financiación del crédito comercial se expresa como la diferencia entre el precio de compra a crédito y el precio de compra en efectivo. Desde el punto de vista del proveedor, el objetivo de vender sus productos a crédito no es ganar la diferencia entre los dos precios, sino promover la venta de sus productos. Por supuesto que los proveedores también quieren que los compradores paguen lo antes posible y de ahí que, los vendedores suelen pactar con los compradores una política de crédito que incluye unas condiciones de crédito. Por ejemplo, si el período máximo de pago es de 30 días, cuando el comprador pague dentro de diez días, podrá disfrutar de un descuento del 2%. Si el comprador paga después de diez días y dentro de treinta días, tiene que pagar según el importe de la factura, no pudiendo disfrutar del descuento por pago pronto. Esto refleja que en las condiciones del crédito se oculta un tipo de coste de financiación es decir, el beneficio del descuento al que renuncian los compradores aplazar el pago.

Por esta razón, el coste de financiación del crédito comercial se suele expresar en función del beneficio que se deja de obtener al renunciar el comprador al descuento por pronto. Su fórmula de cálculo es:

Coste de renunciar al descuento =

$$\frac{\text{Porcentaje de descuento}}{1 - \text{porcentaje de descuento}} \times \frac{360}{\text{duración de crédito} - \text{periodo de descuento}}$$

Actualmente en China, el crédito comercial todavía tiene menor aceptación del descuento por pago al contado, por eso, el coste implícito del crédito comercial es un concepto relativamente desconocido.

## 2) El coste de los préstamos bancarios a corto plazo

Dentro de las modalidades de financiación a corto plazo, a las que pueden recurrir las empresas, por su importancia, los préstamos bancarios a corto plazo ocupan una segunda posición, sólo después del crédito comercial. El coste de los préstamos bancarios a corto plazo varía a menudo según determinados factores como: la solvencia del prestatario, la duración del préstamo, el importe del préstamo y los cambios en el entorno económico. En general, cuanto mayor sea la solvencia del prestatario, más corta sea la duración del préstamo, mínimo sea el importe de préstamo y mejor sea el entorno económico, los costes del préstamo serán más bajos, y viceversa. Los gastos de los préstamos bancarios a corto plazo se expresan en función del tipo de interés de los préstamos efectivos. Los factores que dan mayor impacto sobre los gastos de los préstamos bancarios a corto plazo son el tipo de interés nominal y los saldos de compensación.

### a) El tipo de interés nominal.

El tipo de interés es el que utilizan los bancos para calcular el interés de los préstamos. El tipo de interés nominal se clasifica en: tipo de interés simple, tipo de interés compuesto, tipo de interés de descuento y tipo de interés adicional.

- El interés simple es el cálculo del interés por banco atendiendo solamente al principal. Para el cálculo del interés simple, no se considera la reinversión de los intereses producidos durante la vida del préstamo. Aquí, el tipo del interés nominal es la misma que el interés efectivo del préstamo. La fórmula para el cálculo de interés simple es:

$$Is = P.n.r$$

Donde,  $Is$  es el interés simple,  $P$  es el principal de préstamo,  $n$  es la duración de préstamo,  $r$  es el interés de préstamo (interés nominal)

- El interés compuesto, es el cálculo del interés no sólo atendiendo al

principal, sino también atendiendo a los intereses. En el cálculo del interés compuesto, el interés efectivo es mayor que el interés nominal.

La fórmula para el cálculo de interés compuesto es:

$$I_e = P \left[ \left( 1 + \frac{r}{M} \right)^M - 1 \right]$$

Donde,  $I_e$  es el interés compuesto,  $M$  son las veces que se calcula el interés.  $P$  es el principal de préstamo y  $r$  es el interés de préstamo.

- El tipo de interés del préstamo con descuento es el tipo de interés utilizado en el préstamo con descuento por los bancos. En este tipo de préstamo, como los prestatarios pagan intereses a los prestamistas en el momento de conseguir los préstamos, el importe actual de préstamo después de aplicar el descuento es inferior al importe del préstamo. Por lo tanto, el tipo de interés actual del préstamo es superior al tipo de interés nominal. Además, el tipo de interés del préstamo con descuento es mucho mayor que el interés compuesto.
- El tipo de interés adicional suele ser utilizado cuando se establece la condición por los prestamistas para que los prestatarios devuelvan los préstamos separadamente y paguen la misma cantidad de intereses en cada tiempo. En estas condiciones, el capital que los prestatarios actualmente tienen en cada período se reduce gradualmente. Pero estos prestatarios deben pagar los mismos intereses según el importe del préstamo al comienzo del período de reembolso. Así, en los períodos siguientes, los intereses pagados por los prestatarios sobre la posesión de capital son equivalentes a la suma de interés original y del interés adicional.

b) Saldos de compensación.

Los saldos de compensación son los saldos de los préstamos mantenidos en los bancos por los prestatarios según cierta proporción, en el tiempo de conseguir los préstamos. Generalmente, la proporción de los saldos de compensación está entre 10% y 20%. El objetivo principal de este enfoque consiste en garantizar la seguridad de los préstamos. Con el establecimiento de saldos de compensación se reduce el nivel de utilización de los fondos por los prestatarios y se aumenta el coste de los préstamos. En esta situación, el tipo de interés actual es:

El tipo de interés actual = el tipo de interés nominal  $\div$  (1 — la proporción de saldos de compensación)

### 3) Los costes de financiación de papeles comerciales

El papel comercial es un tipo de letra a corto plazo, sin garantía, emitido por las grandes empresas. El vencimiento de papel comercial es muy corto, generalmente se sitúa entre los 2 y los 6 meses. El valor nominal del papel comercial es muy alto y los tipos de interés del papel comercial son bajas, generalmente inferior a los tipos de los préstamos bancarios entre 1 y 2 puntos porcentuales.

En Estados Unidos, el mercado del papel comercial es un mercado desarrollado. El papel comercial hasta cierto punto, debido a su fuerte liquidez, bajo riesgo y determinada rentabilidad, no sólo es una herramienta importante para las empresas en captar fondos, sino también es objetivo importante de las inversiones de muchas grandes instituciones financieras como bancos, fondos mutuos, fondos de pensiones, compañía de seguros.

En China, el mercado del papel comercial es todavía incipiente. Algunas grandes empresas con altos beneficios, tras obtener un permiso del organismo competente, pueden emitir letras de financiación a corto plazo, con una naturaleza similar a la del papel comercial. La mayoría de los compradores de estas letras son los bancos. Pero en general, el mercado de papel comercial no se ha formado todavía.

### 4) El coste de financiación de cuentas a cobrar

La financiación de cuentas a cobrar consiste en un tipo de forma de financiación a corto plazo para captar fondos tomando las cuentas a cobrar como garantía. Este método de financiación se divide en dos formas: pignoración de cuentas a cobrar y venta de cuentas a cobrar.

Pignoración de cuentas a cobrar consiste en que el banco toma las cuentas a cobrar como garantía para ofrecer préstamos a los prestatarios. En esta forma de préstamo, los bancos no sólo tienen derecho a cobrar las cuentas a cobrar, sino que también pueden ejercer el derecho de repetición contra el prestatario. Es decir, cuando el deudor de las cuentas a cobrar no puede pagar, el prestatario debe asumir las pérdidas ocasionadas al banco. De esta manera, cuando las empresas consiguen préstamos por pignoración de cuentas a cobrar, tienen que asumir un riesgo de impago de las cuentas a cobrar. En esta modalidad de financiación, los prestatarios no están obligados a informar a sus clientes sobre la pignoración de las cuentas a cobrar.

La venta de cuentas a cobrar se refiere a que el prestatario vende sus cuentas

a cobrar a los bancos. En este caso, cuando los clientes del prestatario no pueden pagar las cuentas a cobrar, los bancos no pueden ejercer el derecho de recurso contra el prestatario, sino que soportan la pérdida ellos mismos. En el caso de venta de cuentas a cobrar, el prestatario debe notificar a los deudores de cuentas a cobrar que la propiedad de las cuentas a cobrar ha sido transferida al banco y deben pagar directamente al banco.

Para las empresas, el coste de financiación por cuentas a cobrar es muy caro. Los intermediarios financieros generalmente cobran por la auditoría del crédito y por asumir el riesgo de los prestatarios con un precio que oscila entre el 1% y el 3% de las cuentas a cobrar. Si las instituciones financieras consideran que los clientes por venta de cuentas a cobrar suponen más riesgo, entonces los honorarios serán mayores. Además, si la compañía toma las cuentas a cobrar de alta liquidez como garantía, o las vende a las instituciones financieras, estas gestiones van a afectar a la liquidez de las cuentas a cobrar, lo que afectará la capacidad de la empresa para financiarse por el medio del crédito comercial.

## **5.5 El coste de capital y su cálculo**

### **1) El cálculo de coste de los préstamos bancarios a largo plazo**

Como se mencionó anteriormente, el capital a largo plazo que las empresas captan se denomina capital social. El coste de capital es el coste de captar y de utilizar capitales a largo plazo por las empresas, siendo generalmente expresado en un porcentaje. Las formas que las empresas utilizan para captar capitales a largo plazo son: los préstamos bancarios a largo plazo, la emisión de bonos corporativos, la emisión de acciones preferentes, la emisión de acciones comunes y los beneficios retenidos. Por lo tanto, el coste de capital debe ser calculado por diferentes métodos de financiación.

El coste de capital de los préstamos bancarios a largo plazo es justamente el interés de los préstamos a largo plazo sin considerar el factor de impuestos. Por eso, el coste actual de un préstamo puede ser calculado según la siguiente fórmula:

$$K_{d1} = K_i \times (1 - T)$$

Aquí,  $K_{d1}$  es el coste del préstamo después de los impuestos.  $K_i$  es el coste antes de impuestos.  $T$  es el tipo de impuesto.

En la práctica, también pueden aparecer algunas situaciones relativamente complejas como cuando la frecuencia de liquidación de intereses es de más

de una vez en un año existen cláusulas restrictivas en el acuerdo del préstamo. Por lo tanto, se debe ajustar la fórmula del coste de endeudamiento a la situación concreta.

Cuando la frecuencia de liquidación del interés es inferior al año, la fórmula para el cálculo del coste de los préstamos es:

$$K_{dl} = \left[ \left( 1 + \frac{i}{m} \right)^m - 1 \right] \times (1 - T)$$

Donde  $i$  es el tipo anual de interés,  $m$  es el número de veces que se liquidan los intereses en el año,  $T$  es el tipo del impuesto sobre la renta.

## 2) El coste de capital de la deuda a largo plazo

Debido a que el precio de las obligaciones puede ser igual al valor nominal, o no ser igual al valor nominal en el momento de la emisión, el coste de financiación con obligaciones para una empresa no se puede representar simplemente por el tipo de interés nominal, considerando también el coste de emisión. El tratamiento de este tipo de coste habrá que adaptarlo a cada situación.

- (a). El precio de emisión de las obligaciones es coincide con el valor nominal. En este caso, el interés de la deuda es equivalente al tipo nominal de la obligación. Para el cálculo del coste del capital de las obligaciones, basta con considerar tres factores como son: el tipo de interés de obligación, el tipo de impuesto y el tipo de coste de emisión.

La fórmula para el cálculo del coste del capital de la obligación es:

$$K_{d2} = \frac{K \times (1 - T)}{1 - F}$$

Donde,  $K_{d2}$  es el coste de capitales de las obligaciones después de impuestos.  $F$  es el tipo de coste de emisión de obligaciones.  $T$  es el tipo de impuesto sobre la renta.

- (b). El precio de emisión de la obligación no es equivalente a su tipo nominal. En este caso, el cálculo del coste de capitales de obligación se realiza por dos pasos:

En primer lugar, se determina el tipo de rendimiento de las obligaciones requeridas por los acreedores. La fórmula de cálculo es:

$$P_o = \sum_{t=1}^N \frac{I_t}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

Donde:  $P_o$  es el importe neto del precio de emisión de las obligaciones. Este importe es igual al precio de emisión menos el coste de emisión.  $P_n$  es el valor nominal de las obligaciones.  $I_t$  es el interés pagado regularmente al tipo nominal de interés de la obligación.  $n$  es el plazo de la obligación.  $t$  es el número de periodos a calcular.  $K_i$  es el tipo de rendimiento de las obligaciones.

### 3) El coste de capital de las acciones preferentes.

La compañía que emite acciones preferentes para su financiación, deben incurrir en unos costes de financiación y en el pago de unos dividendos en plazo; hasta aquí, es similar a la emisión de obligaciones, la diferencia entre las acciones preferentes y las obligaciones está en que los dividendos de las acciones preferentes se pagan después de impuestos y no tienen una fecha de vencimiento fijo.

La fórmula para el cálculo del coste de capital de las acciones preferentes es:

$$K_p = \frac{D_p}{P_o}$$

Donde,  $K_p$  es el coste de capital de las acciones preferentes.  $D_p$ , son los dividendos de las acciones preferentes,  $P_o$  es el importe neto de emisión de acciones preferentes equivalente al precio de emisión, descontados los costes de emisión.

Al enfrentarse a una situación de quiebra, los accionistas preferentes asumen un mayor riesgo, en cuanto a que a la hora de reclamar sobre los activos restantes del procedimiento de liquidación de bienes, se sitúan por detrás de los acreedores. Además, los dividendos de las acciones preferentes se pagan con cargo a los beneficios después de impuestos con lo que no disminuyen los impuestos de la compañía. Por lo tanto, el coste de capital de acciones preferentes es más alto que el de financiación por deuda.

### 4) El coste de las acciones ordinarias

Tanto las acciones ordinarias como las acciones preferentes, todo son acciones de la compañía. Las diferencias entre los dos tipos se manifiestan

por:

- a) Los dividendos de las acciones ordinarias no son fijos y dependen de la situación de rentabilidad de la compañía.
- b) El derecho de reclamación de los accionistas ordinarios sobre las propiedades restantes de la empresa, ante un procedimiento de liquidación de bienes, se sitúa después de los accionistas preferentes. Esta realidad determina que el método de cálculo del coste de las acciones ordinarias sea más complicado que el de las acciones preferentes.

De acuerdo con la esencia del concepto de coste de capital y el planteamiento de los inversores sobre la satisfacción del tipo de rendimiento, el método de cálculo del coste de capital de las acciones ordinarias es equivalente al del tipo de rendimiento requerido de las acciones ordinarias. Los métodos de cálculo del tipo de rendimiento son:

1) El método de descuento de dividendos.

Este método está basado en la previsión futura de los dividendos. Según este método, se calcula tipo de rendimiento requerido por los accionistas de las acciones ordinarias mediante un modelo de liquidación de dividendos para conseguir el coste de capital de las acciones ordinarias.

En la moderna concepción de las finanzas se conviene en que el valor intrínseco de una acción viene dado por el valor actualizado de los dividendos esperados y por su precio.

El valor actual de la acción vendrá dado por:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_t)^t} + \frac{P_t}{(1 + K_t)^t}$$

Aquí,  $P_o$  es el valor neto de las acciones emitidas que equivale al valor de mercado de las acciones menos los gastos de emisión.  $D_t$  es el dividendo previsto de las acciones ordinarias para el año de número  $t$ ,  $K_t$  es el tipo de rendimiento requerido por los accionistas de acción ordinaria.  $P_t$  es el valor de acción en el momento de su realización o venta al final del año  $t$ .

Como no hay un vencimiento para las acciones ordinarias, no se puede conocer el precio de venta, por lo que este método no va a considerar el componente de actualización del precio de venta. (que está descontado para



un plazo tendente infinito, por lo que, su valor también acude a 0), quedando la fórmula como siguiente:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_e)^t}$$

Pero, es muy difícil o casi imposible prever los dividendos en cada momento. Por eso, la fórmula anterior es un modelo teórico para calcular el precio de las acciones ordinarias. En la práctica, se toma, la proporción entre los dividendos esperados en el primer año y los precios netos de las acciones, es decir, el tipo del rendimiento esperado de las acciones el primer año como base, más el tipo de crecimiento fijo esperado de dividendos en un año. La fórmula de cálculo sería:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Aquí,  $K_e$  y  $P_0$  representan lo mismo que en la fórmula anterior.  $D_1$  es el tipo de rendimiento esperado de las acciones en el primer año.  $g$  es el tipo anual de crecimiento fijo esperado de dividendo.

A este modelo de descuento de los dividendos también se le denomina modelo de Gordon-Shapiro.

## 2) El método de evaluación sobre activos y capitales.

Este modelo constituye un desarrollo nuevo dentro de las teorías financieras de ámbito occidental, después de la teoría de la cartera que se presentó en los años 60 del siglo pasado. Esta teoría ofrece a los inversores una herramienta muy útil para el análisis del valor de la inversión. Este modelo se utiliza ampliamente en la evaluación de los precios de la inversión y en la gestión de fondos.

El contenido del modelo de valoración de activos y capitales se puede describir como: el tipo de rendimiento esperado de las acciones ordinarias que equivale al tipo de interés libre de riesgo más el tipo de rendimiento con riesgo. Su fórmula es:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta_i$$

Donde,  $R_m$  es el tipo de rendimiento esperado sobre la cartera,  $R_f$  es el tipo de remuneración libre de riesgo y  $\beta_i$  es el riesgo sistemático de las acciones.

## 3) El método de la prima de riesgo.

La idea básica de este método es que, según la teoría de armonización entre riesgo y rendimiento, el tipo de rendimiento requerido por los accionistas de acciones ordinarias debería ser la suma del tipo de rendimiento de activos sin riesgo más una prima adicional de riesgo. Por lo tanto, el coste de capital de las acciones ordinarias se puede expresar como:

$$K_e = K_i + K_{pe}$$

De donde,  $K_e$  es el coste de capital de las acciones ordinarias,  $K_i$  es el coste de capitales de deuda y  $K_{pe}$  es el tipo de beneficios adicionales requeridos por los accionistas que deciden asumir más riesgo que los tenedores de obligaciones.

En esta modelo,  $K_i$  es fácil de calcular, por lo tanto, la clave para estimar  $K_e$  es el cálculo de la prima de riesgo  $K_{pe}$ . Pero  $K_{pe}$  no tiene ningún método directo de cálculo, sólo se puede obtener a partir de la experiencia. La experiencia del mercado de capitales ha demostrado que la prima de riesgo de las acciones ordinarias, en comparación con las obligaciones de la misma empresa, está, en la mayoría de los casos, entre el 3% y el 5%. Aquí resulta muy interesantes los análisis de las empresas denominada de rating.

Desde el punto de vista conceptual, el método de prima de riesgo es muy similar al método de evaluación de activos y capitales. En ambos métodos se considera la remuneración del riesgo requerido por los accionistas. La diferencia entre estos dos métodos es el enfoque de la teoría. El método del modelo de evaluación de activos y capitales toma el tipo de remuneración sin riesgo como enfoque. El método de la prima de riesgo toma el tipo de rendimiento requerido por los inversores en obligaciones como enfoque. Estos dos métodos tienen características subjetivas a la hora de estimar la prima de riesgo. Sin embargo, el método de la evaluación de activos y capitales tiene una base teórica perfecta, y el método de la prima de riesgo es más simple y adecuado en su aplicación.

#### 4) El coste de capitales de beneficio retenido.

Los beneficios retenidos son una parte de las ganancias de compañía. Estos capitales retenidos, con la aprobación de la Junta General de Accionistas, están considerados como financiación interna que la compañía puede utilizarlos gratuitamente sin pagar coste de capitales al exterior. Pero los beneficios retenidos actualmente también tienen costes que están basados en la teoría del coste de oportunidad. Los beneficios retenidos también pueden ser considerados como dividendos que deben ser repartidos entre los accionistas y los accionistas podrían utilizarlos para ganar dinero. Pero la retención de estos beneficios por la compañía suprime la oportunidad de que los

accionistas puedan ganar dinero. Por lo tanto, las ganancias que los accionistas obtienen de los beneficios retenidos no pueden ser inferiores a las ganancias que los accionistas pueden conseguir con los retenidos en otras oportunidades de inversión con mismo nivel de riesgo. Por eso, los beneficios retenidos también tienen costes.

El cálculo del coste de los beneficios retenidos se puede realizar de acuerdo con el método de cálculo del coste de capital de las acciones ordinarias, pero eliminando los costes de distribución.

## **5.6 Cálculo del coste medio ponderado del capital**

La financiación empresarial, por lo general, no sólo adopta una única forma, sino que también utiliza varias formas de financiación. En este caso, las empresas necesitan calcular el coste total de su capital. El coste del capital total es el valor medio ponderado de cada coste de los capitales con diversos orígenes y depende de: (a). el coste de capital en cada forma de financiación. (b). las proporciones de los capitales con diversos orígenes sobre el total del capital de una empresa.

Otra razón para calcular el coste medio ponderado del capital es para conseguir la base de decisión sobre las inversiones y de financiación de la empresa. Como se mencionó anteriormente, la esencia del coste del capital es la remuneración con que la compañía paga a los proveedores de capital. Desde un punto de vista empresarial, el objetivo de la financiación de la compañía es la inversión, entonces, ¿cuánto habrá de ser el tipo de rendimiento del proyecto de inversión para que sea viable para la empresa? Un criterio básico es que el tipo de rendimiento sea mayor que el coste del capital, de lo contrario, el proyecto de inversión no será rentable. Concretamente, se toma el coste de capital como tipo de descuento para calcular el valor actual neto del proyecto de inversión.

Por el medio de los cálculos anteriores del coste de capital, podemos concluir que el coste de capital es el mínimo de las distintas formas de financiación. ¿Podemos entonces evaluar la viabilidad de los proyectos de inversión utilizando el coste de capitales de deuda como tipo de descuento? Un ejemplo sencillo: Si una empresa plantea un proyecto de inversión con una tipo de rendimiento esperada del 15% y un banco está dispuesto a conceder un préstamo a un tipo del 10% a esta empresa, este proyecto es evidentemente factible, sólo con respecto a esta situación. Pero desde el punto de vista de desarrollo, esta decisión de la compañía es errónea. Si en los años siguientes, la compañía encontrase una oportunidad mejor de inversión con tipo de rendimiento esperada del 20%, la empresa sin embargo, podría encontrarse con un rechazo de banco por agotamiento de su crédito. Si realizan la financiación de capital mediante la emisión de acciones y el tipo de los gastos de capital es del 21%, con esta alta tipo, la compañía tiene que renunciar a esta mejor oportunidad de inversión. Este ejemplo demuestra que cuando la empresa toma la decisión de invertir en un proyecto,

no se puede utilizar el coste de capital de una forma de financiación como el tipo de descuento en las decisiones de inversión, sino se debe utilizar el coste medio del capital como tipo de descuento para dar oportunidad a futuras inversiones que ofrezcan mejores rendimientos.

El coste medio ponderado del capital es el coste conseguido mediante el cálculo de la media y ponderada de cada coste de las distintas formas de financiación según las proporciones de cada coste sobre el total. La fórmula de cálculo es:

$$K_a = \sum_{i=1}^n W_i K_i$$

Donde,  $n$  es número de carteras con las distintas formas de financiación,  $K_a$  es el coste medio ponderado del capital,  $W_i$  es el porcentaje de la cantidad de financiación de la forma de número  $i$  sobre la financiación total.  $K_i$  es el coste del capital de la financiación de la forma de número  $i$ .

## **5.7 El coste de la financiación empresarial en China**

En los países occidentales, la estructura de financiación empresarial en general está coincidente con la teoría de “Pecking Order”. Debido a que la financiación interna tiene un coste bajo y un riesgo pequeño, este tipo de financiación a menudo puede ser la modalidad preferida de financiación por las empresas. Sólo en el caso de escasez de financiación interna, las empresas pueden recurrir a la financiación externa. Por ejemplo, la financiación interna ocupaba una proporción de más del 65% en todas las fuentes de financiación para las empresas de EE.UU. en los últimos 20 años. En los años 80, esta proporción alcanzaba un 70% para las empresas japonesas. Y hasta el año 2008, la financiación interna en las empresas chinas no financieras sólo ocupa una proporción de más del 40% sobre la financiación total. La mayoría de estas empresas dependen de la financiación externa. Analizamos a continuación la situación actual de la financiación empresarial de China.

### **5.7.1. La situación actual de la financiación empresarial en China**

Con el fin de facilitar el análisis, en este artículo, se va a dividir las empresas chinas en dos categorías: las empresas que no cotizan en bolsa y las empresas cotizadas. Analizamos al mismo tiempo, empíricamente la estructura de financiación y el coste de financiación.

1) La forma de financiación de las empresas no cotizadas.

La mayoría de las empresas no cotizadas en China son medianas y pequeñas empresas. Entre estas empresas, las empresas privadas son las principales. Desde la reforma y la apertura de China, las compañías no cotizadas se encontraron con dificultades de financiación durante un período muy largo. Debido a las restricciones del tamaño de los activos y de las condiciones del crédito, fue difícil para las PYMES conseguir préstamos bancarios. La posibilidad, a su vez, de entrar en el mercado de valores para financiarse era aún menor. Así, las empresas sólo podían recurrir a la financiación interna. Hasta el año 2008, la financiación interna de las empresas chinas no cotizadas, había ocupado una proporción del 65,2% en las financiaciones totales. Además, debido al desarrollo de la competencia del mercado y los obstáculos formados por un nivel bajo de gestión, el rendimiento y la eficiencia de las PYMES no eran satisfactorios. En esta situación, la consecución de la financiación interna, a menudo no era fácil para las PYMES. Por lo tanto, las empresas no cotizadas en bolsa tenían una tendencia relativamente fuerte a recurrir a la financiación externa.

2) La forma de financiación de las empresas cotizadas.

En los años sesenta y setenta del siglo XX, los economistas occidentales presentaban la teoría moderna de la estructura de financiación. Los estudiosos como Ross y Myers consideraban que el mejor orden en la estructura de las financiaciones es aquel en que la financiación interna ocupa el primer lugar, después, la emisión de bonos, y por último la emisión de acciones. La estructura de financiación de las empresas chinas es contraria a este orden tomando la financiación externa como LA principal. En las empresas chinas cotizadas, la financiación externa ocupa una proporción superior al 80% en la estructura de financiación, mientras que el porcentaje de financiación interna no llega al 20%. Dentro de la financiación externa, el 50% tiene su origen en la financiación por acciones. Esta proporción está creciendo aún más a medida que el mercado bursátil se desarrolla. Según las estadísticas, en los 15 años desde 1992 a 2007, las obligaciones corporativas con emisión autorizada oficialmente por el gobierno fue aproximadamente de 0.8 billones de Yuanes, y en los diez años desde 1997 hasta 2007, el valor de financiación por acción fue de más de 5 billones de Yuanes. Desde finales de 2005, el mercado chino de valores entró en un período de mercado alcista. Esta situación ha sido más favorable para que las compañías cotizadas lleven a cabo la financiación por acciones. Algunas compañías chinas que cotizan como PetroChina y Seguro Pingan entraron en un frenesí de financiación por acciones. En septiembre de 2007, PetroChina cotizó en la Bolsa de Shanghai con una financiación de 377 mil millones de Yuanes. Mientras que China Construction Bank realizó la financiación de 580 mil millones por cotización

en la Bolsa de Shanghai estableciendo un récord en China. Una semana después, Shenhua China cotizó en el mercado chino de acciones por un valor de 665.82 mil millones de Yuanes, renovando el récord de la CCB. Estos hechos manifiestan que las compañías chinas que cotizan demuestran una fuerte preferencia a la financiación por acciones.

## **5.7.2. Las preferencias de las empresas chinas al financiarse:**

### **PYMES y cotizadas**

#### **1. La situación actual de financiación de las PYMES en China y el análisis de sus preferencias**

##### **1) Las PYMES Chinas prefieren la financiación por deuda cuando quieren financiarse**

Las PYMES de China son unidades económicas de escala pequeña en comparación con las empresas grandes del mismo sector de industria, en cuanto a aspectos como el número de personas, cuantía de los activos y escala de la gestión. En la definición del Banco Mundial sobre las PYMES se identifica a las PYMES como aquellas cuyo número de empleados no sobrepase las 50 personas y los activos totales y los ingresos de ventas anuales no superen los 3 millones Dólares. Para la mediana empresa, los empleados no deben superar los 300 empleados y los activos totales y los ingresos de ventas anuales no sobrepasen los 15 millones de Dólares.

En el año 2003, el Banco Popular de China y el Instituto Japonés de Cooperación Internacional (JICA) pusieron en marcha un proyecto conjunto "investigación sobre la reforma del sistema financiero de las PYMES en China ", que duró dos años. Según el estudio, en los nuevos planes de inversión, la proporción de autofinanciación había aumentado y la proporción de los préstamos bancarios había mostrado una tendencia a la baja. Los canales de financiación de las PYMES todavía son únicos y centralizados. Cuando las empresas se encontraron con escasez de liquidez, el 62% de las empresas de una muestra habían recurrido principalmente a los préstamos de los bancos para aliviar las presiones de financiación.

En el siguiente gráfico 5.2 se representa una estadística de los tipos de activos y pasivos de las empresas industriales de cierto tamaño de algunas provincias y ciudades de China (2006-2007). En la tabla se

muestra que el tipo de activos y pasivos de las PYMES de China es más alta que las de las grandes empresas reflejando una preferencia por la financiación por deuda.

**Gráfico 5.2 Proporción de financiación interna sobre financiación externa en China\***

Región	Beijing		Shanghai		Jiangsu		Fujian		Chongqing		Guangdong	Shandong
Año	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	2	2
Las grandes empresas	53,1	53,2	43,5	47,9	60	59,9	62,5	62,8	57,5	57,9	55,8	58,8
Las medianas empresas	26	27,4	53,9	54,5	60,9	62	52,4	54,2	61,5	61,2	57,1	61,1
Las pequeñas empresas	55,9	57,3	55,1	56,2	60,8	60,3	50,7	53,1	61,9	59,7	57,5	52,3

Fuente: Anuario Estadístico de las provincias (2007, 2008),

\*El número 1 en la columna “año” representa el año 2006, el número 2 representa el año 2007.

Los resultados anteriores muestran que en la financiación de las PYMES de China, la proporción de la financiación interna es alta y la proporción de financiación externa es baja. Ahora los préstamos bancarios son un canal muy importante de financiación externa para las PYMES, y el tamaño de los activos es el factor decisivo para poder disponer de préstamos bancarios y de deuda a largo plazo.

## 2) El análisis de la financiación por deuda en las PYMES

### a) La preferencia general por la financiación interna de las PYMES.

El coste de financiación interno es mínimo. Las PYMES tanto en China como en los países occidentales, prefieren la financiación interna. Las PYMES de China, especialmente en los años anteriores no estaban suficientemente desarrolladas no pudiendo obtener financiación exógena con facilidad. Mientras tanto, la financiación interna de las PYMES y su permanencia en el mercado tienen una relación negativa. Cuanto más corta sea la permanencia del negocio, más se inclinarán por la financiación interna, y viceversa. Esto indica que la forma principal de financiación de las PYMES en las primeras épocas de vida empresarial es la financiación interna.

- b) Las PYMES tiene una tendencia a recurrir a los créditos bancarios.

En actualidad, las PYMES de China se encuentran en un período de crecimiento y de desarrollo. Pero debido a las limitaciones que disminuyen la capacidad de recurrir a la financiación interna, el acceso al crédito bancario es la principal opción de financiación externa de las PYMES. Actualmente, los préstamos bancarios sobre el total de la financiación externa representan más del 90%.

Sin embargo, la situación actual del acceso de las PYMES a los préstamos bancarios no es buena. Las PYMES tienen una fuerte demanda de préstamos bancarios, pero los servicios bancarios no pueden satisfacer esta demanda. Según el sistema actual de los préstamos y los límites del nivel de desarrollo de las PYMES, estas empresas por lo general sólo pueden recibir préstamos a corto plazo. Es casi imposible conseguir préstamos a largo plazo para las PYMES en la fase de desarrollo y crecimiento.

- c) La gran mayoría de las PYMES siguen estando fuera de la posibilidad de financiación con obligaciones y acciones.

Para la financiación exógena, las grandes empresas en general, consiguen su capital de financiación a través de la cotización y de la emisión de obligaciones. Sin embargo, en China las normas de cotización para las PYMES en la bolsa de empresas en crecimiento son exactamente iguales a las del mercado principal, no bajando el umbral de entrada de mercado para las PYMES. A pesar de que algunas PYMES han conseguido financiarse mediante la emisión de deuda a corto plazo, no pueden satisfacer su necesidad de capitales ni en cantidad de emisión ni en volumen de capital.

### 3) La situación actual de la financiación de las sociedades cotizadas en China y el análisis de sus preferencias

La proporción de financiación externa de las sociedades cotizadas de China es mucho mayor que la de financiación interna. Las sociedades cotizadas con "resultados no asignados negativos" dependen casi totalmente de la financiación externa. En segundo lugar, en la financiación externa, el porcentaje medio de financiación por acciones es superior al 50% y dentro de la financiación por acciones, el porcentaje medio de financiación por la emisión pública de acciones en el mercado bursátil es más o menos del 17%. Este porcentaje irá aumentando a la vez que se desarrolla el mercado chino de valores. Hay razones para creer que el nivel medio de este porcentaje también seguirá aumentando rápidamente.



Sin embargo, en la estructura de financiación de las empresas occidentales, según el principio del “Pecking Order”, la jerarquía en el orden de selección de las formas de financiación es: en primer lugar, la financiación interna (es decir, los beneficios retenidos), el segundo lugar, la financiación por deuda y finalmente, la financiación externa.

El llamado principio de “Pecking Order” que se relaciona con la selección de las formas de financiación, fue presentada por Myers. S. y Majluf. N. (1984). Ellos consideran que la existencia de información asimétrica deja a los inversores determinar el valor de mercado de las empresas según las formas seleccionadas por las sociedades cotizadas en la estructura de financiación. Si la empresa opta por la financiación con acciones, pueden provocar desconcierto en el mercado y hacer que las acciones nuevas se deprecien. Sólo en el caso de que las ganancias de la inversión empresarial puedan compensar las pérdidas por la depreciación de las acciones, la empresa tendrá interés en invertir. De lo contrario, la empresa podría renunciar a la oportunidad de invertir. Si el verdadero valor de la acción es menor que el valor de mercado de las empresas, a las empresas les interesará invertir, pero los inversores no estarán dispuestos a comprar acciones. Al mismo tiempo, la diferencia entre el valor real de obligación y el precio de mercado es menor que la diferencia de acción y la situación financiera de las empresas también está supervisada por los poseedores de obligaciones. Por eso, el orden de selección de las formas de financiación es: en primer lugar, la financiación interna (es decir, los beneficios retenidos), en segundo lugar, la financiación por deuda y finalmente, la financiación por acciones.

Desde el punto de vista del nivel medio de los Estados Unidos, Gran Bretaña, Alemania, Canadá, Francia, Italia, Japón y otros países del G-7, la proporción de financiación interna es tan alta como el 55.71% y la proporción de financiación externa es del 44.29% (ver gráfico 5.3). En la financiación externa, la financiación por acciones con origen en los mercados financieros sólo ocupa el 10,86% de la financiación total, y la financiación por deuda con origen en las instituciones financieras representa el 32% de lo total. Desde el punto de vista de las diferencias entre estos países, los EE.UU. y Gran Bretaña tienen una proporción más alta de financiación interna, siendo tan alto como el 75%. Alemania, Canadá, Francia, Italia están en la segunda posición. La proporción de Japón es la más baja. Desde el punto de vista de la proporción de financiación por acciones, Canadá es la más alta con una proporción del 19%, Estados Unidos, Francia e Italia están en la segunda posición con una proporción del 13%. Los del Reino Unido y Japón son respectivamente del 8% y del 7%. Alemania tiene la más baja con una proporción de tan sólo 3%. Desde el punto de vista de la proporción de financiación de la deuda, Japón tiene la más alta de hasta 59% y los Estados Unidos tienen la más mínima con un 12%. Por eso, las empresas de EE.UU. no sólo tienen la mayor proporción de financiación interna, sino también tienen el mayor porcentaje de financiación por deuda en la financiación total por el mercado de valores. La financiación por deuda, a la vez, tiene una proporción

mucho más alta que la financiación por acciones. Por lo tanto, la situación real de la estructura de los siete países occidentales está coincidente con la hipótesis de “Pecking Order”.

Sin embargo, el orden de selección de las formas de financiación utilizadas por las sociedades chinas cotizadas es: la financiación por acciones, la financiación por deuda a corto plazo, la financiación por deuda a largo plazo y la financiación interna. Es decir, el orden de selección de las formas de financiación en las sociedades chinas cotizadas es el contrario al principio del “Pecking Order”. En realidad, la mayoría de las empresas cotizadas mantienen una ratio bajo de activo-pasivo. Algunas empresas incluso no tienen deuda alguna. De hecho, de las más de mil empresas chinas cotizadas, casi ninguna puede abandonar por su propia iniciativa la oportunidad de usar la re-emisión de acciones para financiarse. Estas características de la estructura de financiación de las empresas chinas hacen que prefieran la financiación por acciones.

**Gráfico 5.3 La estructura real de financiación de las empresas de los siete países occidentales (%)**

Artículo	EE.UU.	Canadá	Francia	Alemania	Italia	Gran Bretaña	Japón	promedio
Financiación interna	75	54	46	62	44	75	34	55.71
Financiación externa	25	46	54	38	56	25	66	44.29
De los cuales: con origen en los mercados financieros	13	19	13	3	13	8	7	10.86
Con origen en instituciones financieras	12	21	46	23	39	24	59	32.00
Otros	0	6	-5	12	4	-7	0	1.43
Nota: Los datos de EE.UU. son promedios de los datos producidos entre 1944 y 1990, los de los otros países son promedios de entre los años 1970 y 1985 Fuente: Hubbard, R. G.: Money, the Financial System and the Economy.								

El comportamiento específico de la preferencia por la financiación por acciones en las sociedades cotizadas se refleja principalmente por: en primer lugar, las sociedades que

quieren cotizar en el mercado tienen un ímpetu muy fuerte para su primera emisión pública de acciones de alcanzar el éxito al cotizar en el mercado. En segundo lugar, en la selección de las formas de refinanciación después de la cotización en el mercado bursátil, las sociedades generalmente seleccionan imprudentemente las formas de asignación de acciones y emisión adicional. Pero en las sociedades donde se desprecia la financiación por deuda y se prefiere la financiación por acciones no se consigue el crecimiento continuado de la empresa ni la mejora efectiva de la asignación de recursos. La eficiencia de la inicial emisión pública de acciones en el mercado primario y de la refinanciación por asignación de acciones o la emisión adicional no es muy alta para las sociedades.

Se puede ver, en el análisis anterior, que la teoría de la financiación de los países occidentales no puede explicar las preferencias de financiación de las sociedades cotizadas en China. Para conocer las causas de las preferencias de las sociedades cotizadas en China, hay que empezar por entender los entornos internos y externos de las empresas de China.

- 1) El régimen y la política como causantes de la preferencia de la financiación por acciones de las empresas cotizadas.

- a) La estructura de las propiedades de las acciones es irracional.

Un fenómeno especial de la estructura de la propiedad de las acciones en las sociedades cotizadas de China es la clasificación artificial entre las acciones no negociables y las acciones negociables. Y los accionistas de las sociedades cotizadas correspondientemente se dividen en accionistas de acción no negociable y accionistas de acción negociable. Entre los accionistas no negociables, se incluyen los accionistas del Estado y las personas jurídicas. Estos accionistas ocupan las dos terceras partes de los accionistas de las sociedades cotizadas. Entre las cuales, los accionistas estatales tienen una "posición dominante" que representan más del 60%. Debido a que las posiciones que ocupan las acciones públicas y las acciones de propiedad estatal tienen muchas diferencias, esta situación ha provocado que las acciones de la sociedad cotizada tengan diferentes precios, pesos, y dividendos. Este tipo de estructura de la propiedad de las acciones con una inclinación hacia las acciones de propiedad estatal es una de las causas más importantes en la formación de una preferencia por la financiación por acciones en las sociedades chinas de cotización.

- b) Un desarrollo lento de los mercados de obligaciones causado por unos requisitos relativamente estrictos sobre financiación.

A pesar de que la aparición de las obligaciones empresariales es anterior al nacimiento de las acciones y de que las ventajas para las empresas de

emisión de obligaciones son muy obvias, desde el punto de vista de la situación actual, el desarrollo de las obligaciones empresariales está retrasado en unos diez años. Las estrictas normas del Estado, en cierta medida, limitan el desarrollo del mercado de capitales en China, coartando las opciones de financiación de las sociedades cotizadas. En el caso de que las sociedades cotizadas no puedan emitir obligaciones, ellas sólo pueden recurrir a los préstamos bancarios o a otras formas que sustituyan a la financiación por deuda. Por lo tanto, las políticas y los reglamentos estrictos sobre la financiación por deuda de las sociedades cotizadas hacen que este tipo de financiación tenga un desarrollo muy lento.

2) La influencia de entorno externo sobre las opciones de financiación de las sociedades cotizadas.

a) El mercado de productos.

La competencia del mercado de productos afecta a la estructura de capital y a las opciones de financiación al influir en los ingresos de la empresa. En condiciones de alta competencia y de incertidumbre de ingresos futuros, si la proporción de endeudamiento de la empresa es demasiado elevada, la posibilidad de quiebra de las empresas es muy grande. Para reducir el riesgo de quiebra, las empresas suelen reducir la proporción de la financiación por deuda.

b) Los mercados de capitales.

El sistema de sentido amplio o completo del mercado de capitales incluye el mercado de préstamos a largo plazo, el mercado de obligaciones y el mercado bursátil. Si en el mercado de capitales hay varios instrumentos de financiación, las empresas pueden optimizar la estructura de capital a través de diversas formas de financiación. Si el desarrollo de los mercados de capitales no es perfecto y le faltan instrumentos financieros, los canales de financiación de las empresas van a estar obstaculizados. En la actualidad, el desarrollo del mercado chino de capital está muy desequilibrado. En una situación donde se aprecia la financiación por acciones y se deprecia la financiación por obligaciones, no es difícil encontrar la razón fundamental de la preferencia por financiación por acciones en las sociedades cotizadas chinas.

3) La motivación intrínseca de la preferencia por financiación por acción en las sociedades cotizadas chinas.

La financiación de las sociedades cotizadas no sólo se ve afectada por las políticas, reglamentos y el entorno exterior, sino también por el coste de la financiación, el rendimiento corporativo, la estructura de gobierno corporativo, el mecanismo de incentivos y otros factores. El mercado de capitales de China y las sociedades cotizadas tienen unas características diferentes al maduro mercado de capitales de occidente. Estas características sin duda afectan a las opciones de financiación de las sociedades cotizadas.

a) Los costes de financiación.

En los mercados maduros, los costes de financiación por deuda son más bajos que los costes de financiación por acción. Sin embargo, la situación de las sociedades cotizadas de China es diferente, debido a que las acciones de los grandes accionistas de las sociedades cotizadas de China no se pueden negociar y los precios de estas acciones que se transfieren fuera de la bolsa están muy por debajo del precio de intercambio en bolsa. Además, el coste de la financiación con deuda en las sociedades cotizadas incluye los tipos de interés, los costes de quiebra, etc. Estos costes significan una mayor restricción para las sociedades. Por lo tanto, en lugar de la financiación por deuda, que significa "fuertes restricciones", las sociedades cotizadas prefieren más la financiación por acción, que es un tipo de "restricciones blandas".

b) La estructura de gobierno corporativo.

Debido a que la mayoría de las sociedades cotizadas en China tienen su origen en la reestructuración de las empresas de propiedad estatal, la propiedad de las acciones está concentrada en los accionistas del Estado lo que provoca un grave fenómeno por el que el control que ejerce el administrador es muy importante en el gobierno empresarial y se infravalora la voluntad de los accionistas. La financiación por deuda puede aumentar la presión sobre los directivos obligándolos a trabajar duramente para evitar la quiebra. Por eso, los administradores en consideración a sus propios intereses renuncian seguramente a la financiación por deuda recurriendo a la financiación por acciones.

c) Los mecanismos de incentivos.

Los mecanismos de remuneración de los administradores de las sociedades cotizadas en China no tienen mucha coherencia con el rendimiento de la empresa. A los administradores, les faltan al mismo tiempo incentivos y mecanismos de restricción. Por lo tanto, los

administradores no desean introducir el capital de la deuda y asumir los riesgos de impago de la deuda y de quiebra. Debido a que la estructura de la propiedad de las acciones no es irracional y las acciones de propiedad estatal, las acciones de personas jurídicas no pueden negociar en el mercado secundario, los accionistas no pueden ejercer presión sobre los administradores a través del mercado bursátil. Por eso, los administradores con el fin de defender sus propios ingresos no monetarios prefieren generalmente reunir capital en el mercado bursátil reduciendo la presión de gestión.

En los últimos años, muchos investigadores chinos han estudiado desde diferentes puntos de vista sobre la preferencia por la financiación por acciones en las sociedades cotizadas. Pero algunos estudios tienen limitaciones:

- a) No han podido afianzar firmemente las principales líneas de costes de financiación para realizar investigaciones empíricas de la preferencia por la financiación por acción en las sociedades cotizadas.
- b) La carencia de estudios comparativos de cuantificación del cambio en los costes de financiación antes y después de la financiación sobre una muestra de empresas cotizadas que realizan la financiación por acción.
- c) La carencia de investigaciones empíricas y de análisis en profundidad, basado en el modelo económico de medición, sobre el coste y la estructura de la financiación de las sociedades cotizadas. Sin embargo, creemos que tanto la financiación por deuda como la financiación por acción toda tienen un coste de financiación. Si la política de financiación externo de las sociedades cotizadas es razonable y la estructura de financiación es buena, el estándar o el punto de partida de la evaluación es justamente los costes de financiación de las sociedades cotizadas.

El coste de financiación de las sociedades cotizadas se clasifica en coste nominal y coste real. En la actualidad, la mayor parte de los costes de financiación mencionados o calculados en las literaturas sobre el coste de la financiación de las sociedades cotizadas son de significado superficial, es decir, son "costes nominales". Pero, para la teoría de coste de financiación, la clave y la esencia del problema son cómo miden razonablemente el "coste real del capital" o el "coste real de financiación" de las sociedades cotizadas.

En el campo académico y el campo financiero de China, aún no se han formado un

estándar unificado sobre el problema de la medida del "coste real del capital" y las investigaciones sobre la medición del coste de financiación de las sociedades cotizadas también son muy pocas. En esta tesis, el autor intenta establecer un conjunto de modelos de medición del coste de financiación por deuda, el coste de financiación por acciones y el coste total de financiación sobre la base de aprender y absorber la esencia de las literaturas nacionales y extranjeras.

### 5.7.3. Cálculo del capital de financiación

El capital de financiación incluyen el capital de financiación por deuda y el capital de financiación por acciones, si  $DK$  representa el capital de financiación por deuda,  $EK$  representa el capital de las acciones, los modelos de cálculo son los siguientes:

$$DK = SD1 + SD2 + LD$$

Donde:  $SD1$  son Préstamos a corto plazo

$SD2$  son Préstamos a largo plazo con vencimiento dentro de un año

$LD$  es la suma de deuda a largo plazo

$$EK = \sum_{j=1}^5 EK_j - \sum_{j=1}^2 ER_j$$

Donde:  $EK_1$  es la suma de las propiedades de accionistas

$EK_2$  es las propiedades de accionistas minoritarios

$EK_3$  es provisión para insolvencias

$EK_4$  es provisión para abaratar los stocks.

$EK_5$  son los gastos inoperantes acumulados después de impuestos

$ER_1$  son los ingresos inoperantes acumulados después de impuestos

$ER_2$  son los ingresos acumulados de las subvenciones después de impuestos

### 5.7.4. Cálculo del coste de la financiación con deuda

Para las sociedades cotizadas, la financiación con deuda es una financiación mediante préstamos a largo plazo, realizado a través de bancos u otras instituciones financieras. Sin embargo, la financiación por acciones es más que una financiación a largo plazo. Como los plazos de finalización de los proyectos de inversión comprometida por la mayoría de las sociedades cotizadas es 3 años, fijamos el período de valoración de financiación por ambas vías en 3 años. Así, el coste de financiación por deuda puede ser calculado directamente según el interés básico de préstamos bancarios a 3~5 años. El tipo de interés referencial del préstamo a plazo de tres o cinco años del Banco Popular de China en el año 2013 es el 6.40%. Por lo tanto, se puede calcular el coste

de financiación por deuda según este porcentaje.

**Tabla 5.4 El tipo de interés de referencia de préstamos de RMB de Banco Popular de China (en %)**

El tiempo de ajuste	Menos de seis meses (incluyendo los seis meses)	De seis meses a un año (incluyendo un año)	De uno a tres años (incluyendo a tres años)	De tres a cinco años (incluyendo a cinco años)	Más de cinco años
2002. 02. 21	5. 04	5. 31	5. 49	5. 58	5. 76
2004. 10. 29	5. 22	5. 58	5. 76	5. 85	6. 12
2006. 04. 28	5. 40	5. 85	6. 03	6. 12	6. 39
2006. 08. 19	5. 58	6. 12	6. 30	6. 48	6. 84
2007. 03. 18	5. 67	6. 39	6. 57	6. 75	7. 11
2007. 05. 19	5. 85	6. 57	6. 75	6. 93	7. 20
2007. 07. 21	6. 03	6. 84	7. 02	7. 20	7. 38
2007. 08. 22	6. 21	7. 02	7. 20	7. 38	7. 56
2007. 09. 15	6. 48	7. 29	7. 47	7. 65	7. 83
2007. 12. 21	6. 57	7. 47	7. 56	7. 74	7. 83
2008. 09. 16	6. 21	7. 20	7. 29	7. 56	7. 74
2008. 10. 09	6. 12	6. 93	7. 02	7. 29	7. 47
2008. 10. 30	6. 03	6. 66	6. 75	7. 02	7. 20
2008. 11. 27	5. 04	5. 58	5. 67	5. 94	6. 12
2008. 12. 23	4. 86	5. 31	5. 40	5. 76	5. 94
2010. 10. 20	5. 10	5. 56	5. 60	5. 96	6. 14
2010. 12. 26	5. 35	5. 81	5. 85	6. 22	6. 40
2011. 02. 09	5. 60	6. 06	6. 10	6. 45	6. 60
2011. 04. 06	5. 85	6. 31	6. 40	6. 65	6. 80
2011. 07. 07	6. 10	6. 56	6. 65	6. 90	7. 05
2012. 06. 08	5. 85	6. 31	6. 40	6. 65	6. 80
2012. 07. 06	5. 60	6. 00	6. 15	6. 40	6. 55

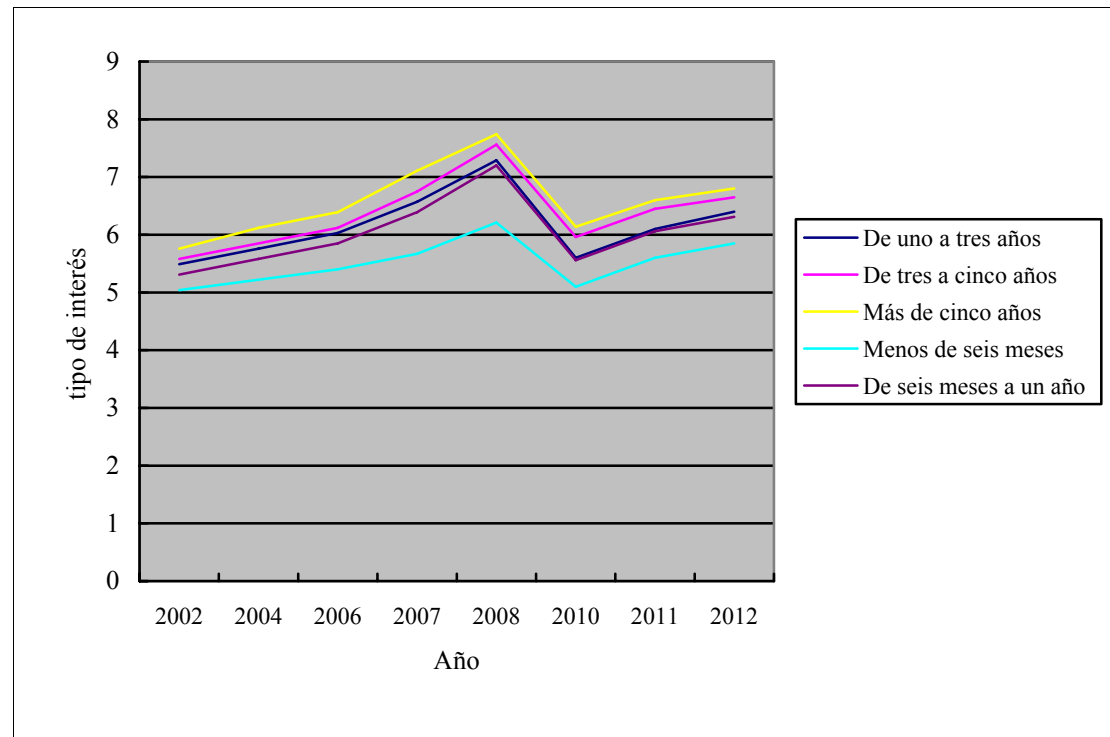
Fuente: Banco Popular China (2012)

A continuación, se pone una tabla (tabla 5.4) de los tipos de interés de referencia de préstamos en RMB del Banco Popular de China durante los diez últimos años. Se puede observar que los tipos de interés de estructura tradicionalmente bastante plana (gráfico 5.5), en comparación con los datos de coste de financiación con acciones (tabla 5.6), están muy próximos. En la actualidad, el tipo de interés de los préstamos de los bancos chinos es superior al tipo de interés de referencia en la mayoría de los casos. Por ejemplo, para el Banco Agrícola de China, el tipo de interés del préstamo a plazo de tres a cinco años en el mes junio de 2012 es 6,9%. Este valor ha sobrepasado el nivel del coste de financiación con acciones del sector industrial de energía eléctrica de China, que es el 6,47% (ver la tabla 5.6). Si consideran la función



de “escudo fiscal” de financiación por deudas, los niveles del tipo de interés de préstamo y del coste de financiación con acciones también son casi iguales o muy cercanos. En este caso, las empresas cotizadas chinas prefieren la financiación con acciones que no requiere la devolución de capital principal.

**Gráfico 5.5 El gráfico de evolución histórica de los tipos de interés de referencia de China**



### 5.7.5. Cálculo del coste de la financiación con acciones

El coste de financiación por medio de acciones (EC) debe ser calculado según el Modelo (CAPM) .

El modelo básico CAPM puede ser resumido por las siguientes expresiones:

$$r_i - r_f = (r_m - r_f) \beta_i \quad \text{o bien} \quad r_i = r_f + (r_m - r_f) \beta_i$$

Donde:  $r_i$  es el rendimiento de la acción  $i$ ;  $r_f$  es el rendimiento de los activos sin riesgo;  $r_m$  es el rendimiento de la cartera de mercado.  $r_m - r_f$  es la prima de riesgo de mercado.

Por eso, el coste de financiación por medio de acciones puede expresarse según la siguiente formula:

$$EC_i = r_{f+} (r_m - r_f) \beta_i$$

Aquí,  $EC_i$  es el “*cost of equity*” o el coste de financiación por acciones de No.  $i$  sociedad cotizada.  $\beta_i$  es el coeficiente de riesgo del tipo de rendimiento que las acciones de No.  $i$  sociedad cotizada tiene en relación con la situación del mercado bursátil.

Según esta fórmula, tomando los datos relacionados de China, la Unión Europea y Estados Unidos, se consiguen los costes de financiación por acciones de algunas sociedades cotizadas en diferentes sectores industriales de estos tres grupos. Luego se calcula el coste medio de financiación por acciones de cada sector de los grupos considerados (ver tabla 5.6).

De acuerdo con los datos en la tabla 5.6, se puede ver que, entre los costes de financiación por acciones (“*cost of equity*”) de los diez sectores industriales considerados de China, casi todos son inferiores a los de la U.E. y Estados Unidos. Éste explica suficientemente la preferencia de financiación por acciones de las sociedades cotizadas de China, porque el coste de financiación por acciones en China es inferior. Las causas de este fenómeno son varias:

**Tabla 5.6 Tabla de comparación del valor medio de coste de financiación con acciones de los sectores industriales entre China, Unión Europea y Estados Unidos.**

Grupos Sectores		China	Unión europea	Estados unidos
1	Transporte aéreo	8,10%	10,03%	12,73%
2	Venta al por menor	11%	15,81%	24,99%
3	Automóvil	7,57%	20,10%	11,94%
4	Construcción	9,27%	19,14%	10,93%
5	Energía eléctrica	6,47%	9,20%	7,01%
6	Publicidad	15,59%	10,46%	16,28%
7	Agricultura	9,89%	8,47%	8,88%
8	Acero	13,43%	11,49%	15,33%
9	Atavío	9,83%	13,50%	11,95%
10	Hotel	8,47%	14,20%	15,23%

Elaboración y cálculo propio Fuente de datos: Damodaran online

En primer lugar, el gobierno chino ha concedido más privilegios políticos a las sociedades cotizadas, con lo que ha reducido en gran medida el coste de los capitales de propiedad accionarial. La financiación por acciones tiene una naturaleza que no necesitan devolver los capitales captados, por lo que no puede restringir a los directivos de las empresas de una forma efectiva, que recurran a esta forma de financiación.

En segundo lugar, desde el punto de vista del entorno del mercado externo, la corta visión de los inversores provee un buen semillero para la financiación por acciones de las sociedades cotizadas. Un punto muy importante de la inmadurez del mercado de capitales de China es que los comportamientos especulativos son más importantes que las inversiones. En la tabla 5.7, se muestran los valores medios de Beta de los sectores industriales entre China, Unión Europea y Estados Unidos. Comparando los valores, se observa que los valores de Beta de diversos sectores industriales de China, en general, casi todos son superiores a los de la Unión Europea y Estados Unidos. El coeficiente Beta ( $\beta$ ) es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado, de modo que valores altos de Beta denotan más volatilidad. Por eso, pueden concluir que la volatilidad de los acciones en el mercado chino es más alta que las de Unión Europea y Estados Unidos. Este fenómeno, al mismo tiempo, significa que la especulación en el mercado chino es grave. En esta situación, como los inversores ponen poca atención al crecimiento a largo plazo de la compañía y de los dividendos, las sociedades cotizadas pueden dar a los accionistas minoritarios dividendos bajos, incluso no pagar dividendos. El comportamiento miope de los inversores, que causa la negligencia de los derechos e intereses de capitales de los propios inversores, bajan considerablemente el coste de financiación por acción de las sociedades cotizadas.

**Tabla 5.7** Tabla de comparación de valor medio de Beta de los sectores industriales entre China, Unión Europea y Estados Unidos.

Grupos Sectores		China	Unión europea	Estados unidos
1	Transporte aéreo	1,11%	1,09%	1,05%
2	Venta al por menor	0,86%	0,60%	0,96%
3	Automóvil	1,23%	1,70%	1,15%
4	Construcción	1,26%	0,92%	1,24%
5	Energía eléctrica	0,63%	1,32%	1,19%
6	Publicidad	2,05%	0,96%	1,01%
7	Agricultura	1,08%	0,77%	0,82%
8	Acero	1,29%	1,05%	0,29%
9	Atavío	1,12%	1,14%	1,07%
10	Hotel	2,41%	0,62%	1,30%

Elaboración y cálculo propio Fuente de datos: Damodaran online

Así, en China, el coste de financiación por acción es en realidad menor que el de financiación por deuda. Estos ambientes relajados forman unas condiciones favorables externas al financiación por acciones, provocando que las sociedades cotizadas capten muchos capitales con unos precios que no se corresponden con el valor de las sociedades.

Pero la especulación excesiva, a su vez, puede aumentar en cierta medida el coste de financiación con acciones. En la tabla 5.6, los casos excepcionales en los que el coste es superior en China son los sectores de publicidad, agricultura y acero. Para estos sectores, sus valores de Beta (ver tabla 5.7) también son muy superiores. Según el modelo básico del CAPM, cuando los valores de  $r_m$ ,  $r_f$  sean dados, cuanto más sea el valor de  $\beta$ , mayor será el coste de financiación con acciones.

### 5.7.6. Cálculo de coste total de financiación

El coste total de la financiación de las sociedades cotizadas debe ser el valor medio ponderado del coste de financiación por deuda y del coste de financiación por acciones.

$$C = DC \times \left[ \frac{DK}{V} \right] \times (1 - T) + EC \times \left[ \frac{EK}{V} \right]$$

Donde:  $C$  es el coste total de financiación.

$T$  es el tipo del impuesto sobre la renta.

$V$  es el valor total de la sociedad cotizada y  $V = E + D_S + D_L$

$E$  es el valor total en el mercado de acciones de la sociedad cotizada.

$D_S$  es el valor impreso (book value) de los préstamos a corto plazo de la sociedad cotizada

$D_L$  es el valor impreso de los préstamos a largo plazo de la sociedad cotizada

### 5.7.7. Los procesos técnicos en el cálculo real del coste total de la financiación

#### 1) Determinación de un tipo de rendimiento sin riesgo

En la situación actual del mercado bursátil de China, la elección del tipo de rendimiento sin riesgo no existe prácticamente ninguna norma uniforme. En el cálculo actual, teniendo en cuenta las situaciones de las sociedades cotizadas, utilizamos el tipo de rendimiento interno de las deudas públicas chinas con el vencimiento máximo, que están negociadas en la Bolsa de Valores de Shanghai en el mismo año. (Siendo convertida en tipo anual de rendimiento).

#### 2) El cálculo de la prima de riesgo de mercado

La clave para calcular la prima de riesgo del mercado está en poder determinar el tipo de rendimiento de las carteras de valores en el mercado. En la práctica, utilizamos el tipo de rendimiento acumulado del índice compuesto de la bolsa de Shanghai de los primeros tres años después de la cotización de los valores de las sociedades cotizadas. (Convirtiéndose en tipo anual de rendimiento).

### 3) El cálculo del valor total de las sociedades cotizadas

Debido a que el valor de mercado de las sociedades cotizadas en China se clasifica en valor total del mercado y valor negociable del mercado y la determinación del valor contable de los capitales de la deuda al mismo tiempo presenta algunos factores de incertidumbre, es difícil calcular directamente el valor total de las sociedades cotizadas en la práctica. En el cálculo real, usamos los capitales totales de inversión, que es la suma de los capitales de financiación por deuda más los capitales de financiación por acciones, en lugar del valor total de las sociedades cotizadas.

# **CAPÍTULO 6: El riesgo de financiación**

## **6.1. El concepto y los tipos del riesgo de financiación**

El riesgo de financiación es el riesgo de un cambio en los beneficios, causado por un plan de financiación. En el caso de la financiación empresarial, el riesgo representa la posibilidad de que las empresas al gestionar su deuda no puedan amortizar a tiempo las deudas ni pagar los intereses o bien, causar un perjuicio a los beneficios de los accionistas.

Existen dos tipos de riesgo de financiación empresarial: uno es el riesgo de insolvencia que se refiere a la posibilidad de que las empresas al gestionar la deuda no puedan amortizar a tiempo los capitales ni pagar los intereses de las deudas o, que no puedan pagar los dividendos adecuados a los accionistas a su vencimiento, causado por una escasez en el flujo de los ingresos con respecto a los gastos o, por una falta de dinero en efectivo. Si establecen una comparación, el riesgo derivado de que las empresas no puedan amortizar los capitales y pagar los intereses de deudas a los acreedores a tiempo y en su totalidad como resultado de una carencia de capacidad de pago, es mucho más grave que el riesgo producido de que las empresas no puedan pagar los dividendos adecuados a los accionistas ya que, los accionistas tienen la propiedad de las empresas. Si ellos no están satisfechos con los dividendos, los principales accionistas de la compañía con el control real pueden cambiar los administradores a través del consejo de Administración. Los pequeños inversores, aunque suponen la mayoría del total de los accionistas, nunca podrán causar un perjuicio fatal a la empresa a través de "votando con los pies" en el mercado. Por el contrario, los acreedores en caso de no poder recibir los capitales y los intereses pueden utilizar su poder de reclamación ante la propiedad de la compañía, afectando a la actividad normal de la producción empresarial, o incluso haciendo que la empresa caiga en quiebra. De ahí que, la investigación sobre el riesgo de pago se centra principalmente en el riesgo derivado de la deuda. En consecuencia, podemos valorar el riesgo de pago más allá del riesgo derivado de que la empresa no pueda amortizar los capitales y pagar los intereses de sus deudas a tiempo y en su totalidad a los acreedores lo que provoca los efectos adversos en las actividades de gestión de la empresa. Éste es la primera forma de mostrar el riesgo de financiación corporativa.

El otro tipo es el riesgo de apalancamiento que se refiere al riesgo causado por el uso no razonable del apalancamiento financiero en la gestión empresarial de la deuda. Debido a que los acreedores, en comparación con los accionistas, asumen menos riesgo y obtienen menos rendimiento, el coste de financiación por medio de deuda es mucho menor que el coste de financiación por medio de acciones. Además, los intereses de deuda se pagan antes de impuestos con lo que se puede ahorrar en impuestos y así, se puede reducir aún más el coste de financiación por medio de la

deuda. Por lo tanto, las compañías generalmente prefieren elegir la financiación por el medio de deuda. Sin embargo, debido a que los intereses de financiación por medio de la deuda son un gasto fijo, las empresas deben pagárselos a los acreedores aunque la empresa no sea rentable. Por lo tanto, cuando una empresa consigue menos beneficios por la razón que sea, todavía debe pagar un interés fijo a los acreedores. En esta situación, los ingresos atribuibles de los accionistas se van a reducir, lo que afecta a los intereses de los accionistas.

El apalancamiento financiero es un efecto de apalancamiento producido cuando los cambios en los beneficios de los accionistas ordinarios son mayores que los cambios en los beneficios antes de impuestos, debido a la existencia de deudas. El indicador más utilizado en la medición del apalancamiento financiero es el coeficiente del apalancamiento financiero. Este coeficiente es igual al tipo de cambio de beneficios por acción, dividido por el tipo de cambio de beneficios antes de impuestos. La fórmula que se utiliza para su cálculo es:

Coeficiente de apalancamiento financiero = tipo de cambio de beneficios por acción / el tipo de cambio de beneficios antes de impuestos

Se puede simplificar la fórmula como:

Coeficiente de apalancamiento financiero = los beneficios antes de impuestos / (los beneficios antes de impuestos - intereses)

Coeficiente de apalancamiento financiero muestra la relación entre las ganancias antes impuestos y los beneficios distribuidos entre los accionistas ordinarios. Cuando las empresas utilizan los capitales de la deuda para conseguir los beneficios del apalancamiento financiero, si las ganancias son constantes, cuanto más alta sea la escala de endeudamiento, mayores serán los intereses de la deuda. Cuanto más alto sea el coeficiente de apalancamiento financiero, mayor será la afección sobre los beneficios del apalancamiento financiero, lo que elevará la posibilidad de bancarrota o la ocasión de variación de mayor escala en los beneficios de acción ordinaria, lo que aumentará el riesgo financiero.

El objetivo de la gestión del riesgo de financiación corporativa es poder encontrar una modalidad razonable de financiación y conocer las fuentes y las características del riesgo en el proceso de financiación, prediciendo, midiendo y controlando correctamente los riesgos financieros. Mediante la gestión del riesgo de financiación, las empresas pueden mejorar el mecanismo de gestión de riesgos para reducir al mínimo las pérdidas creando el máximo de beneficios para las empresas. El riesgo de financiación como el riesgo más importante de las finanzas corporativas ha atraído gran atención.

## **6.2 Las modalidades de financiación y las causas de la financiación**

El financiación por el medio de acciones en comparación con la financiación por el medio de deudas tiene más costes de capital, al tener este tipo de financiación ciertos gastos y mayor riesgo. Entonces, ¿cómo financiarse externamente? ¿por medio de deudas o por acciones? La decisión se verá afectada no sólo por la situación financiera de la empresa sino también por las limitaciones del sistema estatal de financiación. Los diferentes sistemas regulan los canales por los que las empresas pueden obtener financiación, afectando a las formas y a las distintas orientaciones de financiación empresarial.

### **6.2.1. El riesgo de la financiación por acciones**

El financiación por el medio de acciones se refiere sobre todo a la financiación por acciones comunes. El riesgo de financiación por acciones está derivado principalmente de los cambios en el control de las empresas como resultado de los cambios en la estructura de la propiedad de acciones. En casos graves, el riesgo puede causar la pérdida del control corporativo. Concretamente, en el caso de que la propiedad de las acciones esté relativamente más concentrada y los accionistas ejerzan su derecho como accionistas a través del "voto a mano", los cambios en la estructura de propiedad de las acciones puede causar una variación en el mecanismo de toma de las decisiones corporativas y de estrategia del negocio empresarial afectando a los intereses de los accionistas anteriores. Si en el caso que la propiedad de las acciones esté dispersa y los pequeños accionistas ejerzan su derecho, pueden activar una "OPA hostil", no sólo afectando a los intereses de los accionistas anteriores, sino también haciendo que los intereses de los accionistas existentes se vean expuestos a grandes peligros. Además, en el caso de financiación por el medio de acciones, el valor de mercado de la empresa está muy influido por el impacto de la volatilidad del mercado bursátil, lo que ocasiona un riesgo a nivel de gestión empresarial. Todas las formas de financiación tienen sus correspondientes costes y riesgos. Cuando las empresas seleccionan las formas de financiación, deben analizar y ponderar completamente la relación entre los costes y los riesgos haciendo que el coste de financiación sea bajísimo y el riesgo financiero sea mínimo.

### **6.2.2. Los riesgos de financiación con deudas**

Financiación por el medio de deuda, que es una forma importante en la captación de capitales para una empresa, tiene una influencia muy importante en la promoción de desarrollo de las empresas. Pero la financiación por deuda también puede traer riesgos.



Por eso, las empresas deben conocer bien esos riesgos y profundizar en su conocimiento para establecer medidas eficientes de prevención del riesgo.

Los riesgos de financiación por el medio de deuda se refieren a la incertidumbre de los resultados financieros en una empresa, derivado tanto por las variaciones en el mercado de capitales y del entorno macroeconómico, como por la estructura de los plazos y otros factores. Por lo general, estos riesgos se muestran por la disminución del rendimiento de los propietarios de una empresa, la insolvencia, las dificultades financieras y la posibilidad de quiebra.

Análisis de los efectos negativos de la financiación con deuda:

- 1) La operación de financiación por deuda aumenta el riesgo financiero de las empresas. Si las empresas se gestionan con deudas, se debe garantizar que el beneficio de la inversión sea mayor que el coste de capital. De lo contrario, van a suceder que los gastos superan a los ingresos. En el caso de endeudamiento constante, cuanto mayor sean las pérdidas, la capacidad de amortización de deuda con los activos de la empresa será mucho menor y el riesgo financiero será mayor. En la financiación por deuda, deben realizar el servicio de la deuda en el vencimiento. Si las empresas no pueden pagar las deudas al vencimiento, pueden encontrarse con una crisis de deuda, e incluso caer en bancarrota.
- 2) El endeudamiento excesivo debilita la capacidad de refinanciación de la deuda por las empresas. Si la carga de deuda de una empresa es excesivamente pesada, haciendo que la empresa no pueda realizar el servicio de la deuda en su totalidad al vencimiento, la credibilidad de la empresa se va a ver afectada, reduciendo la capacidad de captación de fondos.
- 3) La gestión empresarial con endeudamiento aumenta los costes operativos de las empresas afectando al flujo de caja. La gestión con deuda hace que las empresas tengan que pagar intereses en la fecha prevista. De modo que, por un lado aumentan los gastos de funcionamiento de las empresas y por otro lado, si las devoluciones de los fondos se concentran en el corto plazo obligando a las empresas a tener una gran cantidad de dinero para amortizar la deuda, el flujo y el uso de capitales empresariales se va a ver afectado.

Análisis de las causas internas del riesgo de financiación por deuda:

- 1) La cuantía de deuda

La cuantía de la financiación depende de la necesidad de capitales para el

desarrollo futuro de las empresas. Esta cuantía también tiene una relación estrecha tanto con la proporción de los fondos de los préstamos y los fondos propios, como con los beneficios financieros de las empresas y los riesgos. Cuando el margen del beneficio de inversión es más alto que el tipo de interés, las empresas pueden aumentar sus ingresos en activo neto a través de ampliar el tamaño de las deudas y ampliar apropiadamente el ratio entre sus recursos propios y recursos ajenos. En el caso de que el tipo de ganancia de la inversión sea inferior al tipo de interés, cuanto más abultada sea la deuda de las empresas y más alta sea la proporción entre sus propios fondos y los préstamos, más bajo será el rendimiento de los activos netos. En este caso, las empresas van a tener pérdidas o incluso pueden caer en quiebra.

## 2) La tasa de endeudamiento

Desde el punto de vista de las empresas endeudadas, el tipo de interés de endeudamiento es el precio pagado por la financiación por el medio de deuda. En el caso de que el volumen del pasivo esté previsto, los intereses de la deuda serán directamente proporcionales al tipo del endeudamiento. Cuanto más alto sean los tipos de interés de la deuda, mayor serán las cantidades a pagar por ellos, lo que aumentará el riesgo financiero. Mientras tanto, cuanto más alto sea el tipo de interés de la deuda, mayor será el coeficiente de apalancamiento financiero, lo que tiene un gran impacto en la volatilidad de las ganancias de los accionistas.

## 3) La estructura del vencimiento de las deudas

Los costes de financiación por deuda a corto plazo y los costes de financiación por deuda a largo plazo son diferentes. Los intereses de la deuda a largo plazo generalmente son mayores que los intereses de la deuda a corto y medio plazo. El periodo de recuperación de deuda a largo plazo es más largo que la deuda a corto plazo. Si se considera el valor de tiempo de los capitales y el cálculo de interés por medio del interés compuesto, las empresas deben aceptar el tipo de interés más alta, de lo contrario, los propietarios del capital no querrán prestar dinero a las empresas. Además, los ingresos derivados del uso de las deudas a largo plazo, debido al largo plazo de uso, tienen caracteres de incertidumbre y de inestabilidad. Las empresas, desde el punto de vista del largo plazo, también van a experimentar los riesgos del mercado. Todas estas causas imprevistas pueden dejar a las empresas sin poder realizar el servicio de la deuda.

Análisis sobre las causas externas de los riesgos de financiación por deuda:

### 1) Los flujos de efectivo previsto y la liquidez de los activos.

Los flujos de efectivo reflejan la capacidad real de la solvencia de empresa. Si la política empresarial de inversión falla o la política empresarial de crédito es demasiado amplia no pudiendo pagar los intereses vencidos a tiempo, las empresas pueden enfrentarse a un riesgo en la financiación en relación con los pagos. La liquidez de los activos refleja la capacidad potencial de solvencia. Cuando la liquidez de todos los activos de la empresa es fuerte y hay un mayor número de activos con capacidad de liquidez, la empresa puede reembolsar las deudas que vencen a tiempo y su riesgo financiero es pequeño. Por el contrario, cuando la liquidez de los activos totales de la empresa es débil y son más los activos con una liquidez débil, la empresa puede verse sometida a presión para reembolsar a tiempo sus deudas y su riesgo financiero es mayor.

## 2) La influencia del entorno financiero

El mercado financiero es el lugar en donde se realiza la intermediación financiera y la gestión empresarial de la deuda se ve afectada por el mercado financiero y de hecho, si cuando una empresa adopta la financiación por préstamos a corto plazo y se encuentra con una situación de crisis financiera y de ajuste en política monetaria, el tipo de interés de la deuda puede aumentar tanto que los costes de interés pueden aumentar dramáticamente y los beneficios verse reducidos hasta el punto de que algunas empresas no puedan pagar el sobre coste de los intereses y caigan en la bancarrota. Otro factor de riesgo, es el derivado de los tipos de interés del mercado financiero y las fluctuantes de los tipos de interés.

### **6.2.3 El riesgo de la gestión empresarial**

En el desarrollo de las actividades de suministro, producción, comercialización y otras de una empresa hay considerables incertidumbres que pueden causar impactos a las ganancias corporativas. Por lo tanto, el riesgo de gestión siempre existe. Entre los factores que originan el riesgo de gestión se incluyen tanto los internos como los externos. Por ejemplo, un cambio en los medios de transporte o en los precios, etc. pueden causar riesgos para los suministros; la mala calidad de los productos, una avería de los equipos de producción pueden generar el riesgo de producción; un cambio en las preferencias de los consumidores, los fallos en las decisiones sobre las ventas pueden crear el riesgo de ventas y a su vez, todas estas incertidumbres en las ventas pueden causar un cambio en el beneficio o en el tipo de beneficio dando lugar al riesgo de gestión.

Sin embargo, desde el punto de vista de la financiación de las sociedades cotizadas de China, hay dos fenómenos típicos que valen la pena nuestro estudio cuidadoso.

- 1) En el primer lugar, desde hace mucho tiempo, debido a diversas razones, las empresas chinas, especialmente las empresas de propiedad estatal, soportan un alto ratio de endeudamiento y altos costes de financiación por deuda lo que impacta gravemente en la rentabilidad empresarial y genera un mayor riesgo financiero. Debido a una alta tipo de endeudamiento, los costes de financiación son relativamente altos afectando al tipo de rendimiento de capital propio. La alta tipo de endeudamiento a su vez, hace que los riesgos empresariales de la deuda aumenten cada vez más y de ahí que, las sociedades cotizadas colisionen con las sociedades de valores, subiendo irracionalmente el precio de acciones cuando se financian por acciones para conseguir un menor coste de financiación, lo que provoca la crisis del mercado de valores.
- 2) En segundo lugar, la mayoría de las sociedades cotizadas de China, tratan de evitar endeudarse y toman la refinanciación por la asignación de acciones (Equity Refinancing) como el principal medio de financiación. Esta situación es diferente con el orden de financiación de los países avanzados, en que la financiación interna y la financiación por deuda están respectivamente en el primer y en el segundo lugar y el último es la financiación por acciones.

En este sentido, las conclusiones que arrojan un estudio realizado sobre el rendimiento de las sociedades cotizadas, merece atención. En el se establece que la refinanciación por asignación de acciones tiene una correlación negativa con relación a los beneficios empresariales antes de impuestos y la deuda a largo plazo o la deuda a corto plazo, en la mayoría de los casos, tiene una correlación positiva con los beneficios empresariales antes de impuestos. Esto significa que la eficiencia de la financiación por acciones en China no es necesariamente mejor que la financiación por deuda.

La correlación negativa entre la refinanciación por asignación de acciones y los beneficios antes de impuestos se debe a que una parte considerable de los capitales con origen en la refinanciación por asignación de acciones en las sociedades cotizadas de China se utiliza para complementar el capital de trabajo, pagar el préstamo e incluso depositar en el banco con objetivo de conseguir un interés. Generalmente, es un requisito que el tipo de rendimientos de los activos netos sea más alta que el tipo de interés de los préstamos bancarios. En el caso de que el ratio activo-pasivo en una empresa no sea elevado, esta opción de utilizar los capitales con alto coste en lugar de los fondos de bajo coste no coincide con el objetivo de maximizar el valor corporativo. Mientras que esta gestión también manifiesta una aversión evidente a las estrictas limitaciones en cuanto a la devolución de la deuda a su vencimiento.

Estos dos fenómenos típicos en la financiación de las sociedades cotizadas de China muestran que las empresas chinas, al optar por una forma de financiación, no han

ponderado apropiadamente los costes y los riesgos de la financiación, haciendo que la eficiencia de la financiación empresarial sea baja. Algunas empresas incluso no tienen la conciencia de coste y de riesgo de financiación. Con tal de que se solucione temporalmente el problema de escasez de fondos, a estas empresas no les importan los costes ni los riesgos de financiación. Por lo tanto, estas empresas son vulnerables, cuando afrontan la competencia del mercado, afectando a la eficacia y a las ganancias de los capitales empresariales, e incluso resultan en un malgasto que perjudica al desarrollo de las empresas. Por eso, se debe aumentar la conciencia de coste y de riesgo de financiación y seleccionar de entre todas las formas óptimas de financiación con mínimos costes y riesgos.

## **6.3 Factores que afectan a los riesgos de financiación**

### **6.3.1 Factores que afectan al riesgo insolvente**

De acuerdo con la definición del riesgo insolvente, la causa directa del riesgo de pago es la carencia de capacidad de pago de la empresa, que se manifiesta cuando las fuentes de los fondos destinados a pagos no pueden satisfacer las demandas de pago. La mayor o menor capacidad de la compañía para pagar se puede ser analizada desde dos perspectivas:

#### **1) La demanda de pago.**

La demanda de pago se refiere a la escala de capitales que una empresa necesita para realizar el servicio de deuda a sus acreedores. Los factores que deciden la demanda de pago son dos:

##### **a) El nivel de la tasa de endeudamiento.**

Cuanto más alto sea el ratio de endeudamiento, más capital principal e intereses habrá que pagar a los acreedores. Por otro lado, en el caso de que la tasa de endeudamiento esté prevista, cuanto mayor sean los intereses asumidos por las empresas, mayor serán las presiones y los riesgos de pago. De lo contrario, los riesgos de pago serán bajos.

##### **b) El nivel del tipo de interés de la deuda.**

En el caso de que la tasa de endeudamiento esté prevista, cuanto más alta sea el tipo de interés de la deuda, mayor serán los intereses y los riesgos asumidos por las empresas. De lo contrario, los riesgos de pago serán bajos.

Desde la perspectiva de los acreedores, el tipo de intereses de la deuda es el tipo de rendimiento exigida por los acreedores. Desde un punto de vista empresarial, el tipo de intereses de la deuda es el coste de utilización de los capitales de la deuda, es decir, el coste de deuda. Los factores determinantes del coste de endeudamiento o del interés de endeudamiento son el nivel de administración y gestión empresarial y la tasa de endeudamiento. Para un periodo de estudio dado, debido a que el nivel de administración y gestión empresarial es relativamente estable, o es una constante, el nivel de dirección de la empresa sólo afectará al nivel global de los costes de la deuda en una empresa. Es decir, si los niveles de dirección de la empresa son diferentes, los niveles generales de los costes de financiación también serán diferentes. Lo que se puede ver claramente es que la variable que afecta al nivel del coste de endeudamiento es la tasa de endeudamiento. Es decir, el coste de endeudamiento es una función de la tasa de endeudamiento.

El análisis anterior muestra que los factores que determinan la demanda de pago se puede atribuir al tipo de endeudamiento. Es decir, la demanda de pago es una función de la tasa de endeudamiento. Por lo tanto, cuanto mayor sea el tipo de endeudamiento de las empresas, mayor será la necesidad de aumentar la capacidad de pago, por lo que las empresas se van a enfrentar mayores presiones para poder pagar y el riesgo de impago será mayor.

## 2) Respaldo de pago.

El respaldo de pago se refiere al origen de los capitales utilizados por las empresas para realizar el servicio de pago a los acreedores. Estos capitales se originan generalmente con los fondos obtenidos por las empresas en la inversión de gestión. Si los capitales invertidos en el proceso de gestión se pueden recuperar a tiempo y en su totalidad, el respaldo del pago puede ser suficiente y el origen de pago puede ser prometido. En el caso de que la demanda de pago venga dada, el riesgo de pago que las empresas afrontan será bajo. Que el respaldo de pago sea suficiente o no, dependerá del nivel de riesgo de la gestión empresarial. Cuanto más pequeño sea el riesgo de gestión, más estable será el respaldo de pago y la capacidad de pago será más fuerte, y viceversa. Los factores que afectan a los riesgos de gestión empresarial se originan tanto en los riesgos sistemáticos como en los riesgos no sistemáticos. El riesgo sistemático es aquel riesgo que la empresa es incapaz de resistir y también es el riesgo al que se enfrentan todas las empresas. El riesgo no sistémico se produce por los factores internos de las empresas y tiene relación con el nivel de dirección de la empresa. Por lo tanto, el factor que determina el suministro de pago es el nivel de administración de la empresa.

Con el análisis anterior, podemos extraer las siguientes conclusiones: el riesgo de

pago depende del nivel de dirección de la empresa y el nivel de ratio de endeudamiento. Debido a que el nivel de dirección de las empresas, en el período preestablecido de estudio, es relativamente estable, el nivel de dirección de las empresas por lo tanto, sólo afecta al nivel general de riesgo de pago, en lugar de las variables del riesgo de pago que están afectados por la tasa de endeudamiento. En otras palabras, el riesgo de pago es una función de la tasa de endeudamiento.

### **6.3.2 Los factores que afectan al riesgo de apalancamiento financiero**

De acuerdo con la definición de riesgo de apalancamiento financiero, los factores que le afectan son dos: El primero es el importe de los intereses de la deuda. El segundo es la estabilidad de los beneficios de explotación. En el caso de que la estabilidad de los beneficios de explotación venga dada, cuanto mayor sean los intereses de la deuda, mayor será el riesgo de apalancamiento financiero, y viceversa. En el caso de que los intereses de la deuda vengan dada, cuanto menor sea la estabilidad de los beneficios de la explotación, mayor será el riesgo de apalancamiento financiero, y viceversa.

- 1) El importe de los intereses de la deuda dependen de la tasa de endeudamiento y del nivel del tipo de interés de la deuda. El análisis anterior muestra que los factores que deciden el nivel del tipo de interés de la deuda son el nivel de gestión y la tasa de endeudamiento. Para un período determinado de estudio, el nivel de dirección de las empresas, que es relativamente estable se trata de una constante. Es decir, la variable que afecta al tipo de interés de la deuda es la tasa de endeudamiento de las compañías. Por eso, cuanto más alta sea el tipo de endeudamiento, mayor serán los intereses de la deuda y el riesgo de apalancamiento financiero y a la inversa, cuanto menor sea el tipo de endeudamiento, menor serán los intereses de la deuda y los riesgos de apalancamiento financiero. En otras palabras, el riesgo de apalancamiento financiero es una función del ratio de endeudamiento.
- 2) La estabilidad de los beneficios de explotación refleja el nivel del riesgo de gestión empresarial. Cuanto más pequeño sea el riesgo de gestión empresarial, más estable será los beneficios de gestión y cuanto más alto sea el riesgo de gestión, más baja será la estabilidad de los beneficios de gestión. Desde el punto de vista de la formación del riesgo, el riesgo de gestión de las empresas se puede dividir en riesgo sistemático y riesgo no sistemático. El riesgo sistemático afecta a todas las compañías. Por eso, este riesgo puede ser considerado como un constante. El riesgo no sistemático es un tipo de riesgo causado por los factores internos de las empresas. De acuerdo con las conclusiones anteriores, en el caso de que el riesgo sistémico venga dado, el

nivel del riesgo de gestión depende del nivel de la dirección de las empresas. Para un período establecido de estudio, el nivel de dirección de la empresa es relativamente estable. Por eso, el nivel de gestión sólo afecta el nivel global del riesgo de apalancamiento financiero, en lugar de las variables del riesgo de apalancamiento financiero.

El análisis anterior muestra que el variable que afecta el riesgo de apalancamiento financiero es la tasa de endeudamiento, es decir, el riesgo de apalancamiento financiero es una función de la tasa de endeudamiento.

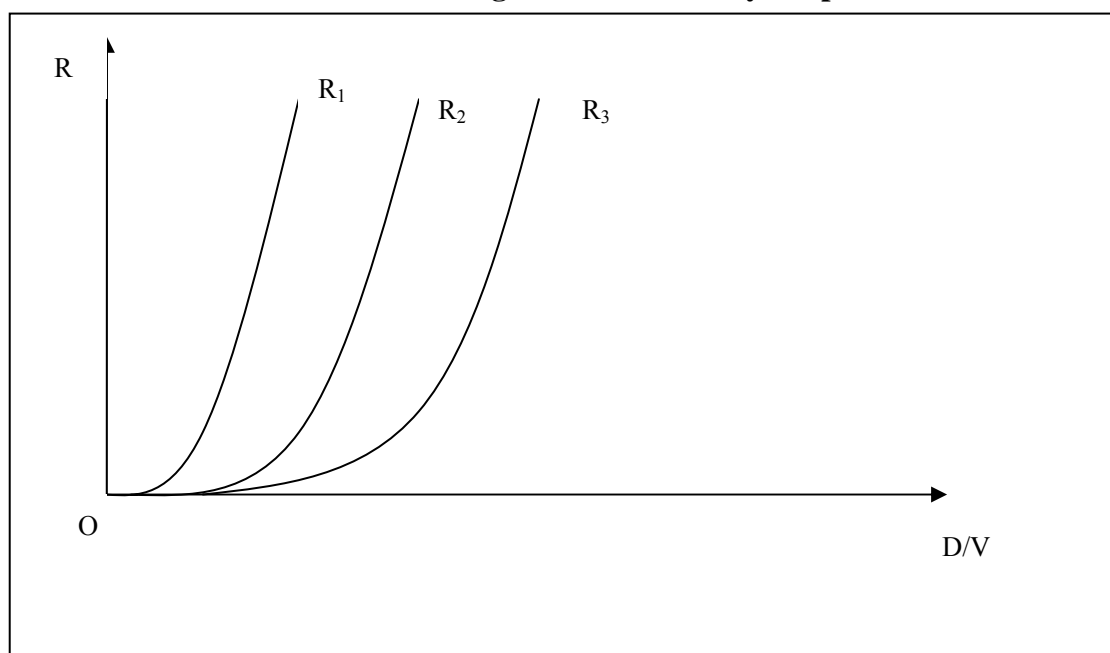
### 6.3.3 Los factores que afectan al riesgo de financiación

En resumen, tanto el riesgo de insolvencia como el riesgo de apalancamiento financiero tienen una misma variable de decisión, que es la tasa de endeudamiento. Es decir, la variable que determina el riesgo de financiación es la tasa de endeudamiento. El riesgo de financiación es una función del tipo de endeudamiento. Se muestra por fórmula:

$$R = f(D / V)$$

De donde,  $R$  es el riesgo de financiación,  $f$  es el símbolo de función,  $D / V$  es la tasa de endeudamiento. La relación entre el riesgo de financiación y el tipo de endeudamiento se muestra en el gráfico 6.1 siguiente:

**Gráfico 6.1 La relación entre el riesgo de financiación y el tipo de endeudamiento**



Fuente: “Fundamentos de Administración Financiera” Weston, J.F. Business & Economics (2003)



Cabe señalar que la figura de arriba es un conjunto de curvas de riesgo, los cuales indican que:

- 1) Los riesgos gestionales que enfrentan las sociedades son diferentes. Por eso, los pendientes de las curvas también son diferentes. Para las empresas con alto riesgo de gestión, sus pendientes de curvas de riesgo son mayores.
- 2) El riesgo de financiación tiene relación con la tasa de endeudamiento.
- 3) Las compañías con bajo riesgo de gestión pueden asumir más riesgo de financiación y las compañías con alto riesgo de gestión, por lo contrario, sólo pueden asumir bajos riesgos de financiación.

### **6.3.4 La influencia de la estructura del capital sobre el riesgo de financiación**

Debido a que el riesgo de financiación aumenta a medida que el coeficiente de apalancamiento se incrementa, si la estructura de capital es razonable, no afectará obligadamente al riesgo de financiación. Seguidamente, vamos a analizar los principales factores que afectan a la estructura y el riesgo.

- 1) El tipo de beneficios antes de impuestos

En el caso de que los demás factores sean constantes, cuanto más alta sea el tipo de beneficios, menor será el coeficiente del apalancamiento financiero y en el caso contrario, mayor será el coeficiente del apalancamiento financiero. Por lo tanto, el tipo de beneficio antes de impuestos tiene un impacto adverso sobre el apalancamiento financiero. En el caso de que los demás factores permanezcan constantes, el tipo de beneficios antes de impuestos tiene un impacto directo sobre el tipo de rendimiento del capital propio.

- 2) El tipo de interés del endeudamiento

En el caso de que el tipo de beneficio antes de impuestos y la tasa de endeudamiento estén previstas, cuanto más alta sea el tipo de interés del endeudamiento, mayor será el coeficiente del apalancamiento financiero, y viceversa. El tipo de interés del endeudamiento guarda una correlación positiva con el coeficiente del apalancamiento financiero y una correlación negativa con el tipo de rendimiento del capital propio. Es decir, cuanto menor sea el tipo de interés del endeudamiento, mayor será el tipo de rendimiento de los capitales propios y viceversa. De ahí, las opiniones que

consideran que el riesgo de financiación se refiere al riesgo derivado del cambio en la tasa de endeudamiento sobre el total de capital son unilaterales.

### 3) La tasa de endeudamiento

La tasa de endeudamiento que es la proporción entre el endeudamiento y el total del capital es uno de los factores que afectan a los beneficios del apalancamiento financiero y del riesgo de financiación. La influencia de la tasa de endeudamiento sobre el coeficiente de apalancamiento financiero es igual al que produce el tipo de interés de endeudamiento. Es decir, en el caso de que el tipo de beneficios antes de impuestos y el tipo de interés de endeudamiento se mantengan constantes, cuanto más alta sea el tipo de endeudamiento, mayor será el coeficiente del apalancamiento financiero, y viceversa. Sin embargo, la tasa de endeudamiento tiene una afectación muy especial sobre el tipo de rendimiento del capital propio. Su efecto tiene dos aspectos. Uno es positivo y otro es negativo. Cuando el tipo de beneficio antes de impuestos es mayor que el tipo de interés de endeudamiento, el efecto es positivo. De lo contrario, es negativo.

### 4) La inflación

La gestión de la deuda bajo condición de inflación generalmente se considera como una gestión útil, dado que las empresas amortizan deuda con monedas más baratas. Pero en el campo de la teoría financiera, consideran que el beneficio de endeudamiento depende en gran medida de la rentabilidad.

### 5) El coste de capital y el riesgo financiero

En la decisión de la estructura del capital empresarial, se debe considerar principalmente el coste de capital y el riesgo financiero. El coste de capital determina directamente la selección y la formación del origen de la captación de capitales. Las empresas tienen que elegir entre los beneficios originados por la gestión con endeudamiento y el riesgo financiero para decidir la forma y la cantidad de la captación de capitales.

### 6) El efecto de los impuestos

Debido a que los intereses de la deuda se pagan antes de impuestos, la gestión con deuda puede reducir los impuestos. Este efecto se llama escudo fiscal. Por la existencia del escudo fiscal, se produce un efecto estimulante sobre el arreglo de los capitales de endeudamiento. En el caso de que el escudo fiscal esté previsto, cuanto más alta sea la proporción del

endeudamiento, mayor será el escudo fiscal y el valor empresarial también será alto. Por eso, las empresas intentan aumentar la proporción de endeudamiento. Pero el escudo de impuesto también tiene incertidumbre. Si la proporción de endeudamiento empresarial es alta, la incertidumbre de escudo fiscal se reduce, haciendo que el valor de las empresas baje al mismo tiempo. Por lo tanto, las empresas deben endeudar adecuadamente.

Los factores anteriores que afectan al apalancamiento financiero y a la estructura del capital también ejercen su influencia sobre el riesgo de financiación. La administración del riesgo de financiación para las empresas supone una tarea muy complicada. Además de estos factores, también hay otros factores que pueden afectar el riesgo de financiación. Entre estos factores, hay muchos factores que son inciertos. Por lo tanto, las empresas deben tomar medidas de todo tipo para reforzar el control del riesgo de financiación y adoptar métodos eficaces para evitar los riesgos financieros.

### **6.3.4.1 La estructura de capital**

La estructura de capital se refiere a la formación de los diversos capitales y la proporción en que se relacionan. La estructura de capital se forma por distintas modalidades de financiación. Las diversas formaciones de modalidades de financiación determinan la formación de la estructura de los capitales empresariales y la diversidad de su proporción.

El riesgo de financiación se origina por la existencia de los factores de endeudamiento en la estructura de capitales. Este riesgo está influido por dos factores: riesgo de apalancamiento financiero y riesgo de liquidez. El primero es un riesgo estructural y el segundo es un riesgo integral que indica generalmente el fracaso de las empresas. Estos dos riesgos, en caso de ocurrir, van a producir unos efectos gravemente adversos a la seguridad de las empresas.

Se puede observar que si las estructuras de capital empresariales son diferentes, los efectos del apalancamiento financiero sobre los beneficios de los accionistas también son diferentes. El coeficiente de apalancamiento financiero refleja a la vez, la estructura de capital de la empresa y el riesgo financiero. Por lo tanto, cuando las empresas utilizan el apalancamiento financiero, deben equilibrar y comparar entre los beneficios maximizados que los accionistas podrían conseguir y los riesgos de financiación que los accionistas podrían tener que asumir para reducir al mínimo los efectos adversos originados por el apalancamiento financiero a los ingresos empresariales. Para mejorar las posibilidades de los accionistas de obtener una rentabilidad, las empresas deben lograr un equilibrio en la relación entre el apalancamiento financiero y la estructura de capital para resistir los potenciales riesgos financieros.

## **6.4. Métodos para evitar los riesgos financieros de las empresas**

- 1) Establecer una estructura razonable de capital y desarrollar la función del apalancamiento financiero

La estructura óptima de capital es la estructura en la que los costes ponderados de los capitales son mínimos y el valor de empresa es máximo. Los capitales necesarios que sus volúmenes están determinados por la cuantía de gestión empresarial pueden ser captados a través de distintas formas de financiación. En el caso de que la cantidad total de capitales esté prevista, las distintas carteras con diversas formas de financiación constituirán diferentes estructuras de capitales. Se calcularán los costes medios ponderados de los capitales de cada cartera y se compararán estos costes para poder seleccionar la cartera con costes más bajos.

El método de análisis del beneficio por acción es un tipo de método para determinar la estructura de los capitales por comparación entre las ganancias por acción de las diferentes formas de financiación. El punto de indiferencia de los beneficios por acción se refiere a los niveles de ventas que pueden alcanzar dos proyectos de financiación para conseguir los mismos resultados. Es decir, el punto en que los niveles de ventas son indiferentes y tanto la financiación por deuda como la financiación interna generan los mismos beneficios. Cuando las ventas previstas superan el punto de indiferencia del beneficio por acción y como el apalancamiento financiero es positivo, los beneficios por acción de las empresas que optan por la financiación por deuda, superarán seguramente a los de la financiación interna. En este momento, un incremento de la financiación por deuda puede optimizar la estructura de capitales.

Para los riesgos de financiación, especialmente los riesgos integrales extraordinarios de financiación, las compañías los pueden medir utilizando el coeficiente de apalancamiento financiero. En este caso, las compañías deben utilizar el efecto de apalancamiento financiero de la deuda, mientras controlan los riesgos de financiación. Cuando las perspectivas del mercado son óptimas y el resultado de explotación es bueno, las compañías pueden considerar aumentar el riesgo financiero y ampliar el coeficiente de apalancamiento financiero, y viceversa. Las formas para ampliar el coeficiente de apalancamiento financiero son: ampliar la escala de la inversión, aumentar el tipo de activo-pasivo y apoyar el desarrollo de la empresa, utilizando los fondos de deuda a largo plazo. Por lo contrario, Las

formas para reducir el coeficiente de apalancamiento financiero son: la contracción de la escala de inversión, la reducción del tipo de activo-pasivo, el uso de capitales de una deuda más económico.

## 2) La elaboración de la planificación de financiación

La planificación de la financiación es la necesaria organización y la coordinación con anticipación de acuerdo a un plan que contemple las cuantías, las formas, los procesos etcétera de la financiación empresarial, según las capacidades fundamentales de la compañía, el campo principal de producción empresarial, las formas de inversión, las normas de calidad de inversión y los criterios financieros de inversión para garantizar que la financiación esté coordinada y se corresponda con la política de inversión. En las necesidades de financiación de las empresas, se dan dos niveles: el primer nivel es la demanda a un nivel táctico. Es decir, la financiación es un arreglo subordinado al campo de la gestión empresarial coordinada con el desarrollo de la producción y la gestión para resolver el problema de la escasez de fondos para proyectos específicos. El segundo nivel es el nivel estratégico. Es decir, la situación del suministro de capital a la empresa es relativamente abundante en un determinado período de tiempo y la presión financiera es menor. Las empresas con un enfoque estratégico del desarrollo de los negocios a medio o largo plazo para optimizar los capitales de empresa, la estructura de los capitales y elaborar una plataforma de activos a largo plazo también pueden generar necesidades de financiación. Por lo tanto, las empresas deben realizar un posicionamiento objetivo y claro de sí mismas de acuerdo con su propia etapa de desarrollo y las situaciones reales de la gestión. Con la premisa del posicionamiento objetivo, se llevan a cabo el plan de financiación específico. El proceso de planificación es precisamente el proceso de integración de las cadenas de suministros de financiación.

Desde el punto de vista de la financiación, las empresas deben seleccionar las herramientas de financiación en el mercado de capitales según sus propias condiciones y las características específicas del canal correspondiente de financiación. Las empresas también deben crear sus carteras con los distintos instrumentos financieros, teniendo en cuenta los flujos de caja, el coste de capital, los vencimientos, el impacto de los flujos de caja, para lograr un flujo abundante de efectivo, bajos costes y una estructura relativamente óptima que de respuesta a sus propias necesidades.

En este sentido, cuando una empresa con terrenos, bienes inmuebles, tras varios años de funcionamiento, entra en el período de crecimiento y su proyecto de inversión tiene buenas perspectivas en cuanto a rentabilidad, va a necesitar hacer considerables inversiones en activos fijos y tener suficiente

liquidez. En cuanto a la inversión en activo fijo, la puede realizar completamente o parcialmente mediante el arrendamiento financiero sobre la base de varios años de gestión constante de la empresa. Por el lado de las necesidades de liquidez, la empresa puede totalmente o parcialmente conseguir esa liquidez a través de préstamos bancarios con la garantía de tierra y de inmuebles de que disponga en el momento actual. Con el enfoque de optimizar la estructura de capital y el flujo de caja, la empresa puede recurrir a la financiación por acciones con lo que satisface sus necesidades de capital durante su fase de desarrollo y sienta una base sólida para futuras necesidades de inversión y financiación. En resumen, esta disposición estructural puede aunar distintos instrumentos financieros como por ejemplo, el préstamo, el arrendamiento financiero y las acciones para conseguir mejor efecto.

### 3) Reducir los costes del capital

Para cualquier forma de la cartera de financiación, tanto la financiación por deuda como la financiación por acciones, los costes totales deben ser menores que los rendimientos del capital o de lo contrario, los intereses de los accionistas de la empresa se van a ver lesionados.

### 4) Comprensión y conocimiento del concepto de coste de capital

El coste de capital que es un índice de evaluación exterior del mercado de capitales sobre las empresas y su cálculo, está materializado por los mercados de capital. El coste de capital depende del riesgo de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión y su cálculo se basa en el valor de mercado en vez del valor contable de las empresas. Los métodos de cálculo del coste de capital y de los valores de este coste son flexibles y subjetivos y por lo tanto, no es necesario poner énfasis en llegar a una cantidad exacta del coste de capital. En la práctica, sólo se necesita considerar los costes de capital en ciertos ámbitos y así, cuando las empresas calculan los costes de las acciones, pueden conseguirlo según el modelo de cálculo del coste de capitales, o utilizar un método flexible por el que se logre el coste del capital a través del rendimiento actual de la deuda pública más la prima de riesgo.

### 5) El conocimiento de la relevancia entre el coste de financiación por deuda y el coste de financiación por acciones.

Generalmente, el coste de financiación por deuda es relativamente bajo y el coste de financiación por acciones es relativamente alto. Estos dos tipos de costes están relacionados entre sí. Si una empresa con mayor uso de financiación por deuda recurre continuamente a la financiación por acciones, el coste de financiación por acciones puede aumentar los costes financieros

de la empresa reduciendo la rentabilidad empresarial a corto plazo. En este caso, los riesgos empresariales se elevarán y sus expectativas en el mercado también pueden aumentar. Como resultado, el coste de las acciones va subir. La relevancia de la relación entre el coste de financiación por deuda y el coste de financiación por acciones no puede ser desestimada en la decisión de financiación. Por eso, las empresas aumentan la proporción de capitales de deuda en la financiación mixta con motivo de reducir el coste, deben considerar a la vez el aumento de coste de financiación por acciones.

Las decisiones de financiación bajo la premisa de garantizar adecuadamente el flujo de efectivo en la gestión empresarial deben reducir los costes de financiación en la medida de lo posible a fin de aumentar el valor de mercado de los accionistas. En la práctica, los distintos tipos de empresas tienen diferentes consideraciones y enfoques sobre los costes y las formas de financiación. Para las empresas con una gestión estable, los gastos futuros en capitales de la empresa no serán grandes y los flujos de efectivo y ganancias en la gestión serán relativamente estables. En este caso, el aumento de la deuda no afecta significativamente a la calificación del crédito financiero de las compañías. El tipo de deuda al que recurren estas empresas suelen ser a largo plazo ya que, la financiación por deuda generalmente tiene un coste bajo y cumple con el requisito básico de que los costes de financiación deben ser menores que el retorno de la inversión por lo que aumenta el valor para el accionista. Para las empresas con un alto crecimiento, la expansión del negocio es muy rápida y los retornos esperados de inversión son altos. Pero en estas empresas, el flujo de caja es a menudo inestable y el riesgo financiero es grande. En este caso, la financiación por deuda no puede satisfacer las necesidades de ampliación de capital y de expansión del negocio. Por eso, se recurre generalmente a la financiación por acciones. Aunque el coste de financiación por acciones es alto, una vez que la empresa lo gestione con éxito, el tipo de rendimiento de la inversión es mucho mayor que los costes de financiación por acciones y no acarrea una pérdida de valor para los accionistas.

6) La gestión financiera científica para reducir el riesgo de financiación.

La administración financiera no sólo está supervisada por el consejo empresarial, sino también por todos los accionistas. Por lo tanto, si la empresa quiere evitar los riesgos de la financiación, necesita de una gestión financiera más científica que incluya:

a) La selección de una forma de financiación acorde a la demanda.

La formación de una diversidad de canales de financiación en las empresas favorece la mejora de la asignación de recursos en el mercado

de valores de China, promoviendo la racionalización de los comportamientos de inversión y financiación de las empresas. Las formas de refinanciación empresarial en la actualidad son: por asignación adicional de acciones, por emisión de bonos, por préstamos de los bancos, por financiación por letras etc. Para elegir la forma de financiación adecuada, las empresas deben decidirlo científicamente según las circunstancias operativas de las empresas, las condiciones de demanda de capital, la situación de la oferta y la demanda en el mercado y las condiciones empresariales.

Las diferentes formas de financiación tienen diferentes costes de financiación y por eso, las empresas pueden elegir de acuerdo con su propia condición para realizar la financiación con los costes minimizados.

b) Una planificación cuidadosa para reducir costes

Según las estadísticas publicadas por el Banco Popular de China, a finales del año 2009, el saldo de los diversos préstamos de China era de 40 billones de Yuanes y el saldo de los depósitos empresariales era de 24.36 billones Yuanes. Si los intereses de los préstamos se calculan a un año, en el caso de que el tipo de interés no sea variable, las empresas tuvieron que pagar unos intereses cada año de más de 18.00 mil millones Yuanes. Este exceso de intereses debe ser incluido en los costes de producción y de gestión. Para muchos prestatarios, éstos suponen una gran carga. De hecho, en estas grandes cantidades de depósitos y préstamos, hay una parte importante que podría ser ahorrada. Actualmente hay muchas empresas que por un lado piden préstamos con intensidad a los bancos y que por otro lado, tienen grandes depósitos. Sólo por este concepto, estas empresas deben soportar un gran coste por la diferencia entre los intereses de los préstamos y de los depósitos. Si se calculasen según el tipo de interés de referencia de los préstamos del Banco Popular de China, los intereses anuales pagados por los préstamos a un año son 2,7 veces del tipo de los intereses recibidos por los depósitos a un año. Si el tipo de interés de préstamo tiene una oscilación del 70% y la duración de los depósitos empresariales no está fijada, el interés pagado por préstamos es 12,5 veces del interés recibido por los depósitos. Si se ahorrasen en cada eslabón de la gestión financiera, se podrían reducir enormemente los costes de operación.

c) La realización de la gestión financiera a través de los bancos

Los bancos comerciales como empresas especiales dedicadas a la negociación del dinero por persona profesional tienen sus propias



ventajas en la gestión financiera. Por lo tanto, las empresas pueden recurrir a los bancos para conseguir ayuda en la gestión financiera. Si las empresas quieren lograr un desarrollo a largo plazo, deben captar capitales a un coste y riesgo mínimo en los mercados financieros y hacen un buen uso del capital para que la relación entre los beneficios empresariales y los capitales invertidos por los accionistas aporten el máximo de riqueza a los accionistas y el máximo de valor a las empresas.

## **6.5. Los riesgos de financiación de las empresas chinas**

En las empresas chinas, la mayoría son PYMES que llegan a más del 99 % de los números. Mientras tanto, las empresas cotizadas tienen una posición considerable en la economía de China y sus ingresos operativos totales representan casi la mitad del PIB de China. Por eso, van a investigar en este trabajo los riesgos de financiación sobre la base de estos dos tipos de empresas.

### **1. Las fuentes de riesgo de financiación de las PYMES**

En la actualidad, la financiación interna es la principal modalidad entre las modalidades de financiación de las PYMES chinas. A través de la tabla 6.2, podemos conocer que la financiación interna ocupa una posición muy importante en el proceso de financiación de las PYMES chinas. Sin embargo, en la financiación externa, los préstamos de bancos comerciales siguen siendo el principal canal de financiación externa para las PYMES. El tabla 6.3 muestra que, debido a los canales de financiación de las PYMES en China están limitados y centralizados, cuando encuentran la situación de escasez de capitales, las empresas que representan el 61,3% de las empresas de muestra recurren principalmente a los préstamos bancarios para aliviar las dificultades financieras.

Debido a que la financiación por deuda es la modalidad predominante de financiación externa de las PYMES en China y las empresas que recurren a esta financiación, tanto con ganancias como con pérdidas deben reembolsar las deudas y pagar intereses según acuerdo previo. Cuando la cantidad de efectivo que la empresa mantiene no es suficiente para saldar la deuda en capital e intereses, se puede provocar una crisis financiera. Los riesgos de financiación por deuda de las PYMES tienen principalmente su origen en:

- 1) la incertidumbre del tipo de rentabilidad de la inversión y del tipo de interés de capitales adeudados.

**Tabla 6.2 Las proporciones de los fuentes de financiación de PYMES en China**  
(unidad: %)

Años de gestión	Autofinanciación	Préstamo bancario	Instituciones no financieras	Otros canales
Menos de 3 años	92,4	2,7	2,2	2,7
De 3 a 5 años	92,1	3,5	0,0	4,4
De 6 a 10 años	89,0	6,3	1,5	3,2
Más de 10 años	83,1	5,7	9,9	1,3
Total	90,5	4,0	2,6	2,9

**Tabla 6.3 Las contramedidas de financiación de las PYMES chinas para enfrentar tensión financiera**

Las contramedidas de financiación	Proporción
Recurren a los préstamos bancarios	61,3
piden préstamos en otras empresas	9,9
Recaudan fondos en sociedad	2,1
Recaudan fondos en los trabajadores de las empresas	5,7
Piden préstamos en los familiares y amigos	5,2
Retrasan el pago de las materias primas o los servicios públicos	7,0
Retrasan el pago de los salarios	2,1
Retrasan el pago de los impuestos	0,8
Retrasan el pago de capital e intereses de préstamos bancarios	0,9
Otros	5,1

Fuente: " Anuario Financiero de China" (2010)

Como los beneficios obtenidos por una empresa en cierto tiempo son impredecibles y los tipos de interés en el mercado para el mismo período también cambian. Tanto el tipo de rentabilidad de la inversión empresarial como el tipo de beneficios sobre los capitales adeudados, encierran incertidumbre. Este fenómeno es especialmente evidente en el mercado chino. Cuando el tipo de beneficio de la inversión es más alto que el tipo de interés de endeudamiento, el uso de algunos fondos de deuda puede aumentar el tipo de beneficio sobre los fondos propios a través del apalancamiento financiero. Pero, cuando el tipo de beneficio de la inversión es menor que el tipo de interés de los préstamos, el uso de fondos prestados puede reducir el tipo de beneficios de los fondos propios e incluso aparecer pérdidas. En el peor de los casos, debido a una tipo alta de activos y pasivos sumado a la existencia de muchos activos de mala calidad, las empresas van a ser insolventes y a caer en quiebra.

2) El éxito o el fracaso de las actividades empresariales

Los fondos de las PYMES para saldar las deudas y pagar intereses provienen siempre de las ganancias corporativas que tienen relación estricta con las gestiones diarias. La situación de la gestión afecta al nivel de los ingresos corrientes y de la cantidad de flujo de efectivo, y aún más es determinante para cuantificar el capital necesario para saldar las deudas y pagar los intereses así como, el nivel de riesgo financiero. De modo que, cuando el negocio no marche bien, se van a enviar un mal mensaje al mercado, haciendo daño a la reputación corporativa. En este caso, la calificación empresarial del crédito se va a ver reducida, dando lugar a dificultades para financiarse con lo que no podrá cubrir sus necesidades para un desarrollo futuro.

3) La estructura de endeudamiento es irracional

La estructura del endeudamiento establece en qué proporción están las deudas corporativas y sobre todo se refiere a la proporción de deudas de corto plazo. En comparación con los préstamos a largo plazo, los costes de interés de los préstamos a corto plazo pueden variar en mayor medida. Mientras tanto, el uso de préstamos a corto plazo para aplicarlos en inversión a largo plazo puede causar el riesgo de que las empresas encuentren dificultades para conseguir el dinero suficiente para pagar la deuda. En este momento, si los acreedores no quieren ampliar el vencimiento del préstamo, la gestión empresarial va a encontrar dificultades.

Sin embargo, en comparación con los préstamos a corto plazo, la financiación por los préstamos a largo plazo es más redundante y costosa. En la mayoría de los casos, hay algunos convenios restrictivos para este tipo de financiación.

4) Las fluctuaciones del tipo de interés del mercado y del tipo de cambio

Cuando las empresas se financian, pueden enfrentarse a riesgos derivados de las fluctuantes del tipo de interés o del tipo de cambio. Los niveles del tipo de interés y del tipo de cambio determinan directamente el importe de los costes del capital. Este fenómeno se relaciona con las políticas monetarias y fiscales de nación. Tanto las políticas fiscales y monetarias expansivas como las contractivas afectan al tipo de interés de los préstamos, y aún más a los costes de los capitales y de la gestión. Del mismo modo, en el escenario actual de globalización económica, la diversidad del tipo de cambio en el mercado internacional de moneda se

ocasiona el riesgo de impago en moneda extranjera.

5) Los riesgos derivados por la escasez de leyes y reglamentos

- a) La falta de un marco legal sobre la financiación de las PYMES, ha supuesto un obstáculo para resolver el riesgo financiero.

En la actualidad, el diseño de políticas y los reglamentos que aborden la financiación de las PYMES está relativamente poco desarrollado. En el año 2003, se promulgó la "Ley de Promoción de las PYMES de la República Popular China". En cierta medida, ha llenado un vacío que se mantenía desde hace mucho tiempo sobre las PYMES aunque le faltan a la ley apoyos como: el fortalecimiento de protección de los derechos de los acreedores, el establecimiento de las instituciones financieras de orientación política, el establecimiento un sistema efectivo de garantía de crédito, etc. En la aplicación de esta ley, existen muchas "zonas vacías", con lo que no se eliminan los riesgos financieros que encuentran las PYMES con las leyes.

- b) La falta de leyes y reglamentos de supervisión y de una regulaciones financieras aumenta la dificultad y el coste de previsión del riesgo

En general, la historia de las PYMES en China es corta. Como la cuantía de estas empresas es pequeña, el sistema financiero de las PYMES no está estandarizado. La carencia más importante en la financiación de las PYMES en China es la falta de los mecanismos necesarios para supervisión financiera y de publicidad de la información, que ocasionan distorsión de la información financiera y un aumento de los costes para recopilar informaciones necesarias y evaluar estas informaciones. Esta situación agrava aún más el riesgo moral de algunas empresas.

6) La asimetría de información

La asimetría de la información se refiere a un fenómeno por el que algunos agentes del mercado tienen algunas informaciones, mientras que otros no tienen acceso y que conduce con frecuencia a la toma de decisiones erróneas, dando lugar a riesgos morales y a la falta de crédito.

Entre los bancos y las empresas, siempre existe asimetría de la información. Al comparar con las empresas de gran tamaño, los bancos tienen menos confianza en las PYMES. En una situación de asimetría de

la información, los bancos están aparentemente en una posición de desventaja, pero ellos pueden tomar medidas para hacer frente a este riesgo, elevando los costes de las transacciones. Así, la presión de la gestión empresarial y el riesgo de los beneficios de la empresa aumentan.

- 7) Los riesgos derivados por la inestabilidad de la gestión para la financiación.

Debido a la mayor dependencia de las PYMES del entorno económico, de la organización del sistema económico de la nación, de los cambios en su entorno micro-económico y de la intensificación de la competencia de las industrias, el riesgo de sus negocios es mucho mayor. De hecho, para las PYMES con una mala gestión, obstrucciones en la distribución y poca competitividad, los impactos del mercado son mayores y les llega en primer lugar y en consecuencia, para estas empresas es más difícil cumplir con las condiciones de financiación del mercado.

**Tabla 6.4: La estructura de financiación de las empresas cotizadas en China desde el año 2000 hasta el año 2010**

Año	La proporción de financiación interna (%)	La proporción de financiación externa (%)		
		Total	La financiación por obligaciones	La financiación por acciones
2000	27,64	72,36	23,47	48,89
2001	30,31	69,69	24,17	45,22
2002	32,51	67,49	25,19	42,30
2003	34,79	65,21	26,45	38,76
2004	36,86	62,14	35,18	26,66
2005	38,23	61,77	27,90	33,87
2006	28,13	71,85	29,67	42,18
2007	31,21	68,79	25,33	43,46
2008	31,89	68,11	24,95	43,16
2009	28,70	71,30	12,58	58,72
2010	27,36	72,64	10,45	62,19

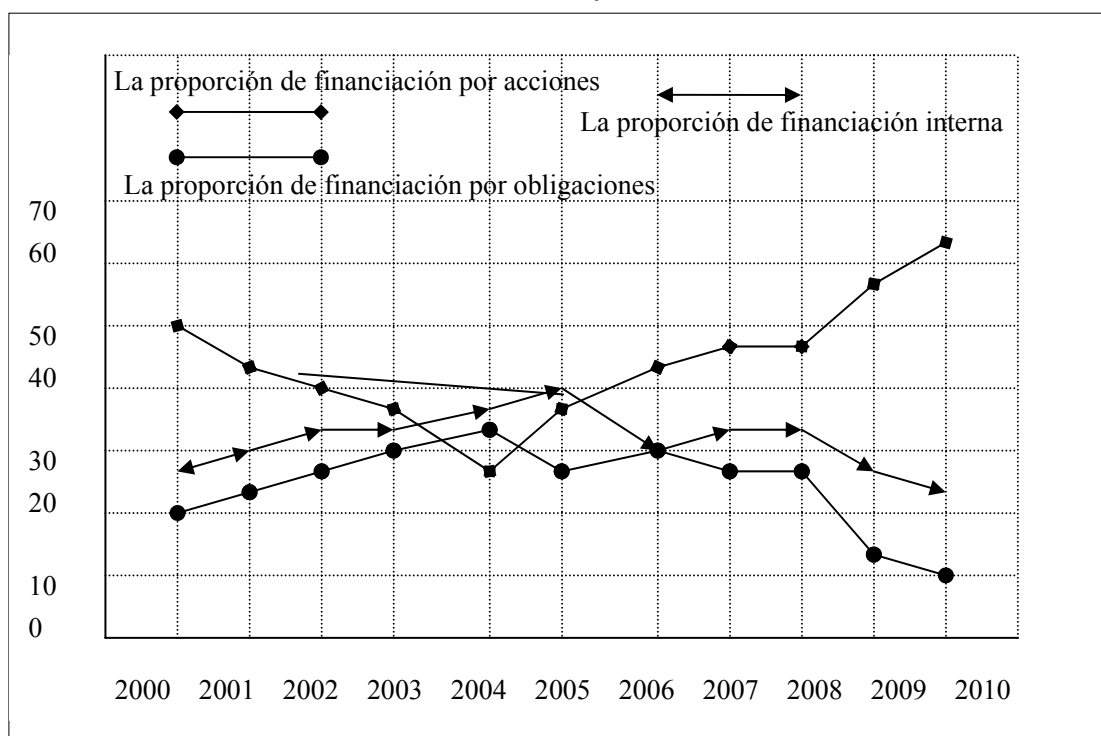
Fuente: Comisión Reguladora de Valores de China

## 2. Los riesgos de financiación de las sociedades cotizadas de China

La tabla 6.4 y el gráfico 6.5 muestran que, del año 2000 al año 2010, en la estructura de financiación externa de las sociedades cotizadas en China, la proporción de financiación por acciones representaron el 64,60 % y la proporción de financiación por obligaciones fue sólo 35,40 %. La primera fue 1,83 veces la última. En la estructura global de financiación de China, la

proporción de la financiación por acciones de las sociedades cotizadas en China alcanzó 44,17 %. Esta situación muestra que entre el año 2000 y el año 2010, las sociedades cotizadas de China lograron la expansión de la escala principalmente a través de la financiación externa tomando la financiación por acciones como el principal.

**Gráfico 6.5: la estructura de financiación de las empresas cotizadas en China entre el año 2000 y el año 2010**



Fuente: Comisión Reguladora de Valores de China

Los riesgos de financiación por acción en las sociedades cotizadas.

#### 1) Riesgo de negocio

El mercado de valores es un barómetro de la economía de un país, mientras que el precio bursátil de la acción de una empresa es un barómetro de la situación del negocio. Actualmente en China, el mercado de valores no se ha completado y en realidad el mercado es un mercado especulativo. Los precios de las acciones a menudo no son razonables y la compra irracional de las acciones hace que los precios de las acciones se sitúen aún más lejos de su verdadero valor. En esta situación de distorsión, los inversores con el tiempo, pierden confianza para invertir en acciones, y lo que es peor, pierden la confianza en las perspectivas de negocio de las sociedades cotizadas.

#### 2) El riesgo de adquisición

Después de salir a bolsa con éxito de las acciones de las sociedades cotizadas, la información de finanzas y de negociación va a ser relativamente más transparente. Es decir, las sociedades cotizadas deben revelar su situación de funcionamiento haciendo que más gente conozca la gestión de las sociedades cotizadas. En el mercado bursátil, la negociación de las acciones de las sociedades cotizadas está cambiando gradualmente, como resultado del macro-control nacional, sobre la circulación completa de todas las acciones de las sociedades que incluyen tanto las acciones en manos del estado como las acciones en poder de los agentes sociales. Dado que las acciones empresariales están totalmente en circulación, hay teóricamente la posibilidad que las sociedades sean adquiridas por las compañías más fuertes en cualquier momento.

### 3) Riesgo de dilución de propiedad de acciones

La financiación por acciones ordinarias puede favorecer que se incremente el número de accionistas nuevos y se disperse el control de la empresa. Por esta razón, las pequeñas empresas y las de nueva creación evitan el uso de la financiación por acciones ordinarias, además de que, la financiación por acciones ordinarias tiene un coste elevado. En cuanto a la fiscalidad, las acciones ordinarias pagan los dividendos sobre los beneficios después de impuestos mientras que las obligaciones pagan intereses sobre los ingresos antes de impuestos y las acciones ordinarias no son un factor de deducción a nivel fiscal. Sobre los cargos de emisión, la acción ordinaria también tiene el cargo más alto que otros tipos de acción. En la financiación por acciones ordinarias, los nuevos accionistas tienen los mismos derechos de reclamación que los antiguos, lo que puede diluir las ganancias por acción y ocasionar una caída en el precio de las acciones.

### 4) El riesgo moral

Como los operadores de las sociedades cotizadas de China no tienen plena posesión de los derechos de control de los residuos, los operadores pueden afrontar riesgo moral en la financiación por acción. Las sociedades cotizadas de China y los inversores todos están acostumbrados al hecho de que las sociedades cotizadas no pagan los dividendos. Para las sociedades cotizadas, el coste de financiación por acciones es, sin duda, muy bajo. La financiación por acciones para los operadores de sociedades cotizadas en China no constituye una presión de costes. Por lo tanto, el problema más importante en la financiación por acciones es lo que la eficiencia de uso de capitales no es alta, es decir, la entrada de un gran número de capitales propios de bajo coste hace el comportamiento de la inversión de las sociedades cotizadas ser muy casual. Después de la salida a bolsa, las sociedades invierten fácilmente los capitales en los sectores no conocidas y no relacionadas con la principal

industria haciendo todo lo posible para satisfacer las preferencias del mercado en lugar de sus estrategias de desarrollo a largo plazo. Si el entorno del proyecto se cambia, los operadores suelen cambiar la orientación de la inversión al azar e incluso algunos directivos de las sociedades cotizadas invierten capitales, que están captados a través de la emisión de acciones, la asignación y la emisión nueva en el mercado de valores, en el mercado bursátil de manera directa o indirecta para especular. Este comportamiento, desde el punto de vista de la larga duración, afectará inevitablemente a las ganancias de la empresa y la rentabilidad de la inversión y dañará finalmente a la iniciativa de inversión social.



# **CAPÍTULO 7: La decisión de financiación**

Sobre la base del análisis de gastos y riesgos de financiación, vamos a crear un sistema completo de análisis de la estructura de financiación y lograr un conjunto de curvas importantes de análisis, es decir, la curva de indiferencia de coste y riesgo. Sobre esta base, investigamos las decisiones de financiación de las empresas, es decir, la determinación de la estructura financiera óptima.

## **7.1 El análisis completo de efectos de financiación**

### **7.1.1 La estructura financiera óptima**

Las actividades de financiación corporativa se materializan por medio de ciertas formas. Las distintas formas de financiación así como los diferentes importes de financiación de las distintas formas se forman diversas estructuras de financiación. Así que, la actividad de las financiaciones corporativas en esencia es la opción de la forma de financiación y la decisión de la cantidad de financiación. Y aún más, es la selección y la determinación de la estructura de financiación.

Debido a que la financiación tiene costes y riesgos, los costes de financiación y los riesgos de financiación en diferentes formas de financiación no son iguales. Además, diferentes estructuras de financiación formados por distintas formas de financiación y diversos importes de financiación también tienen diferentes costes y riesgos. Por lo tanto, las actividades de financiación empresarial son selecciones y determinaciones de la estructura de financiación. En este proceso, deben considerar con mucha plenitud a los costes y los riesgos de financiación. Los análisis y las conclusiones en los capítulos anteriores nos dicen que el coste de la financiación empresarial es una función inversa de la tasa de endeudamiento. Es decir, a medida que la tasa de endeudamiento aumenta, los costes ponderados de financiación se bajan y el valor de la empresa aumenta, y viceversa. Del mismo modo, el riesgo de financiación corporativa es una función de la tasa de endeudamiento. Cuanto mayor sea el tipo de endeudamiento, mayor será el riesgo de financiación, y viceversa. Por eso, a medida que la tasa de endeudamiento se cambia, los costes de financiación y los riesgos de financiación tienen una relación inversa. Estas condiciones requieren que haya que ponderar entre los costes y los riesgos de financiación en las actividades de financiaciones corporativas para lograr, a continuación, una cartera de formas de financiación haciendo que el valor de la empresa sea maximizado. La tasa de endeudamiento correspondiente con esta cartera es justamente la estructura financiera óptima. Para los capitales de largo plazo, ésta es la estructura óptima de capitales. En concreto, la denominada estructura óptima de capitales es la estructura que permite a la maximización del valor de la empresa a través de ponderar entre los costes y los

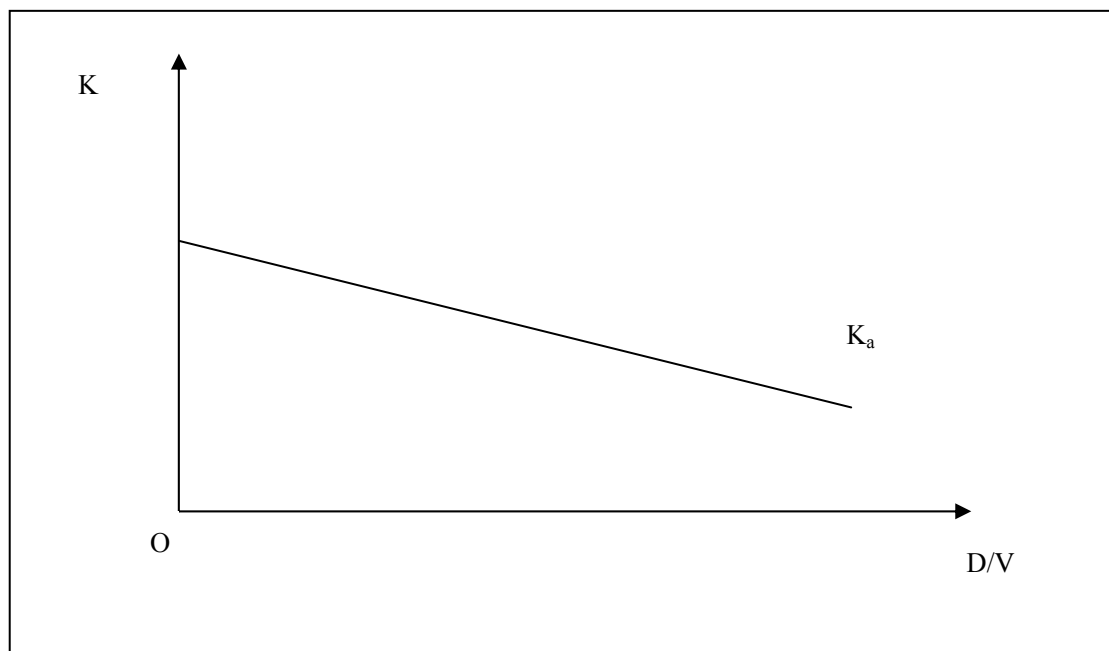
riesgos de financiación.

### 7.1.2 La curva de indiferencia de costes y riesgos

La relación inversa en la que uno se sube y otro se baja entre los costes y los riesgos de financiación a medida que la tasa de endeudamiento se cambia puede ser demostrada directamente por la curva de indiferencia de coste y riesgo.

El análisis anterior nos dice que el coste medio ponderado de capital y la tasa de endeudamiento tienen una relación inversa. Esta relación puede ser mostrada por el gráfico 7.1.

**Gráfico 7.1 Relación entre coste medio ponderado de capital y tasa de endeudamiento**

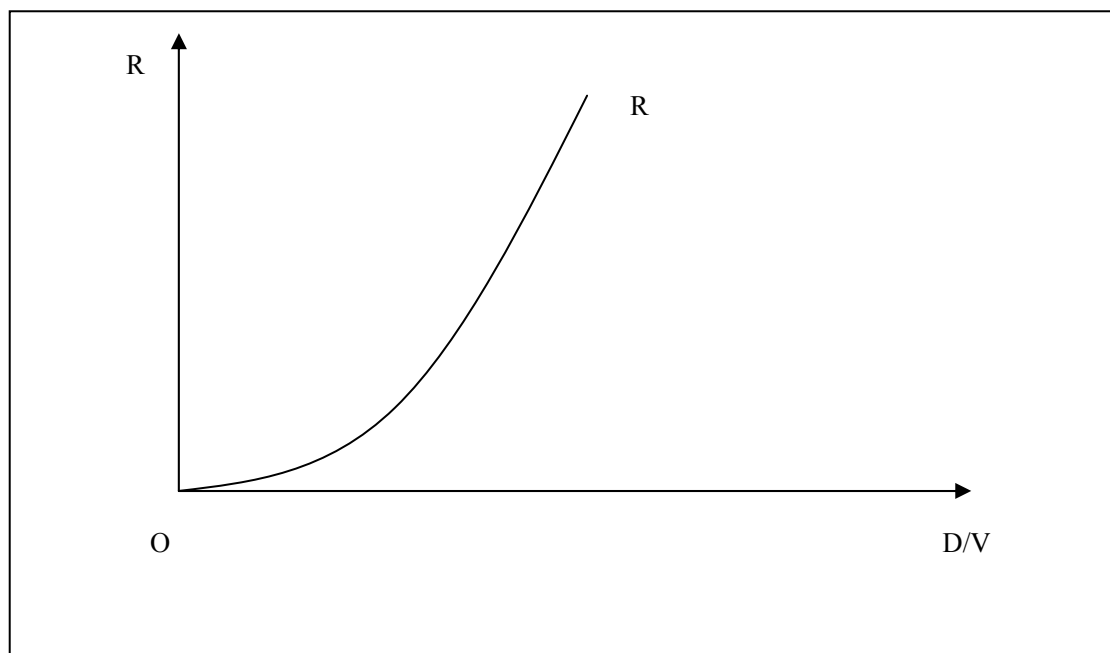


Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y. 2003

Del mismo modo, el riesgo de financiación tiene una relación positiva con la tasa de endeudamiento, es decir, el riesgo de financiación es una función positiva de la tasa de endeudamiento. Esta relación se muestra en el gráfico 7.2.

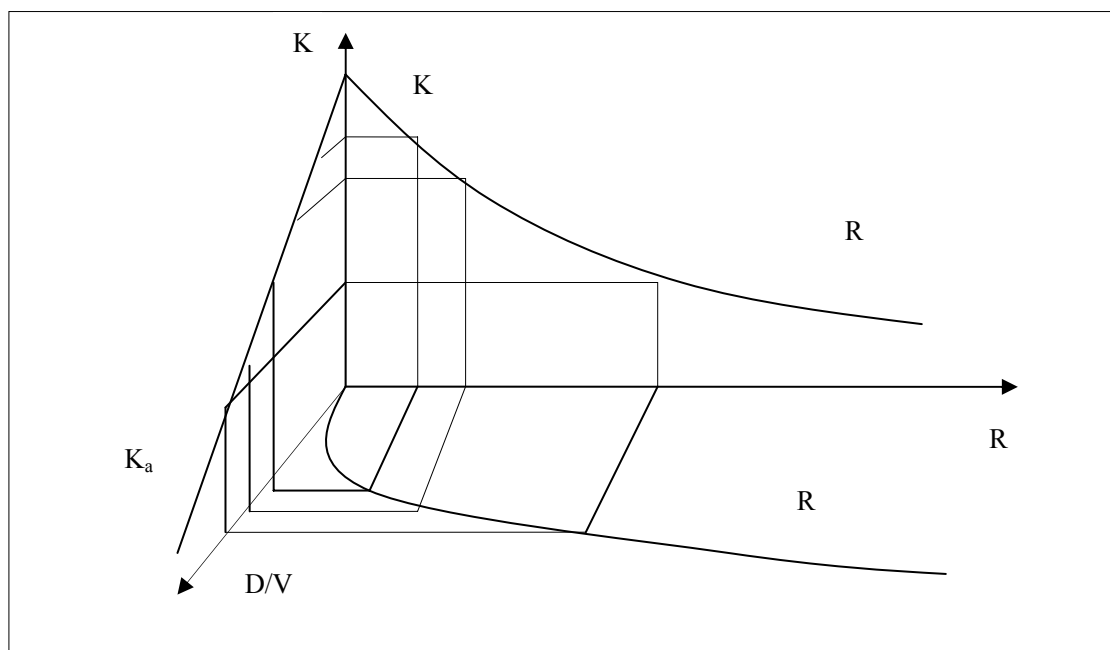
Ahora vamos a poner la relación funcional entre los riesgos de financiación, los costes de financiación y la tasa de endeudamiento en el sistema de coordenadas tridimensionales para investigar. A través de tomar diferentes valores de  $D/V$ , pueden lograr diferentes puntos de combinaciones entre  $R$  y  $K$ . Combinan estos puntos de  $R$  y  $K$  obteniendo una curva de  $KR$  que se demuestra en el gráfico 7.3. Llamamos esta curva como la curva de indiferencia de costes y riesgo.

**Gráfico 7.2 Relación entre riesgo de financiación y tasa de endeudamiento**



Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y. 2003

**El gráfico 7.3 Curva de indiferencia entre costes y riesgos**



Fuente: “Finanzas de la empresa” Jun, Y. 2003

Cualquier punto en esta curva es la mejor combinación entre el coste ponderado de capital y el riesgo de financiación. Es decir, cuanto menor sea el coste ponderado de financiación, mayor será el riesgo de financiación, y viceversa. A través de este gráfico de tres dimensiones, se puede ver claramente que cuando el valor de  $D / V$  es bajo, este valor corresponde a un  $K$  alto y un  $R$  bajo. A medida que el valor de  $D / V$  aumenta,  $K$  disminuye gradualmente y  $R$  aumenta gradualmente. Es decir, cuando el

valor de  $D/V$  se cambia,  $K$  y  $R$  tienen una relación inversa.

## **7.2 Los objetivos, principios y procedimientos de decisión de financiación**

### **7.2.1 El concepto y los objetivos de decisión de financiación**

Las actividades de financiación empresarial son para captar los fondos necesarios en producción y gestión por medio de cierta cartera de formas de financiación. Debido a que las condiciones en distintas formas de financiación no son iguales, la decisión de selección de la forma de financiación y de la cantidad de financiación en cada forma debe ser materializada sobre la base de consideración suficiente de la gestión de las empresas. Del mismo modo, como distintas formas de financiación tienen diferentes costes y riesgos, las diversas estructuras de financiación formadas por diferentes formas y cantidades de financiación también tienen diversos costes y riesgos. Por lo tanto, las actividades de financiación empresarial como actividades de funciones no sólo deben garantizar los fondos necesarios para producción y operación, sino también deben seleccionar razonablemente las formas de financiación y determinar el importe de la financiación a través de ponderar los costes y los riesgos de financiación para asegurar el cumplimiento de los objetivos de las empresas. La decisión de financiación es un proceso de seleccionar razonablemente las formas y de determinar el importe de la financiación en cada forma, es decir forman la estructura de financiación a través de comparar entre diversas formas sobre las condiciones, los costes y los riesgos de financiación sobre la base de prever la cantidad de capital necesario para alcanzar los objetivos de gestión empresarial.

En las actividades de financiación, distintas formas y diferentes importes de financiación en cada forma pueden formar diversas estructuras de financiación. Para el capital a largo plazo, se puede formar diferentes estructuras de capital. Debido a que el capital a corto plazo ocupa una proporción pequeña en el capital total de las empresas y tiene menor coste y riesgo de financiación, este capital, en comparación con el capital a largo plazo, tiene menor impacto e importancia en las empresas. Por eso, el enfoque de estudio de la estructura de financiación se centra en la estructura de capital. Desde la perspectiva de las decisiones de financiación, el clave de selección y determinación de la estructura de financiación es justamente la selección y la determinación de la estructura de capital, es decir, el núcleo o la meta de decisión de financiación es justamente determinar la estructura óptima de capital.

## **7.2.2 Los principios de decisiones de financiación de empresas**

Los principios de decisiones de financiación empresarial se refieren a los principios de actividad que las empresas deben obedecer en la toma de decisiones de financiación. La decisión de financiación empresarial está decidida por el objetivo de sí mismo.

### **1) El principio de aplicabilidad.**

El principio de aplicabilidad se refiere a lo que las decisiones de financiación de las empresas deben hacer que los tipos y las cantidades de capitales captados satisfagan las necesidades de las gestiones empresariales en la determinación de las formas y las cantidades de financiación. En otras palabras, las decisiones empresariales de financiación deben determinar las formas y las cuantías de la financiación según los tipos y las cantidades de los fondos necesarios.

La demanda de las actividades de gestión empresarial sobre capitales tiene una característica de diversidad. Desde el punto de vista de la naturaleza del capital, las empresas tienen demandas tanto de acción como de deuda. Desde el punto de vista del período de capital, las empresas tienen demandas tanto de capital a largo plazo, como de capital a corto plazo. Esto requiere que las decisiones de financiación de las empresas deban seleccionar correspondientes formas de financiación y determinar correspondientes cantidades de financiación de acuerdo con los tipos y las cantidades de capitales necesarios en las actividades de gestión empresarial. En concreto:

- a) Para la demanda de capital de acción, la decisión de financiación corporativa debe elegir la forma de financiación por acciones y determinar la cantidad apropiada de la financiación.
- b) Para la demanda de capital de deuda, la decisión de financiación empresarial debe elegir la modalidad de financiación por deudas y determinar la cantidad apropiada.
- c) Para la necesidad de capital a corto plazo, la decisión de financiación empresarial debe elegir la forma de financiación por préstamos a corto plazo y determinar el importe adecuado de la financiación.
- d) Para las necesidades de capital a largo plazo, la decisión de financiación a largo plazo debe seleccionar la forma de financiación

por deudas a largo plazo y determinar la cantidad adecuada.

## 2) El principio de seguridad.

El principio de seguridad se refiere a que la decisión de financiación de las empresas debe hacer que la tasa de endeudamiento esté adaptada a la capacidad empresarial de endeudamiento en la selección de forma de financiación y la determinación de cantidad de capital. En otras palabras, la decisión empresarial de financiación debe determinar la forma y la cuantía de la financiación según la capacidad empresarial de endeudamiento.

Una premisa muy importante del desarrollo normal de las actividades de gestión empresarial es la seguridad de gestión. Si las empresas no tienen en cuenta la seguridad en sus gestiones, ellas van a enfrentarse altos riesgos. Una vez que se ocurra el riesgo, se pondrán en peligro las actividades normales de gestión de la empresa. En caso de gravedad, las empresas van a caer en la situación de quiebra. Desde el punto de vista de las actividades de financiación empresarial, la financiación tiene riesgos. Por eso, las actividades de financiación corporativas deben seguir el principio de la seguridad. Como las diferentes modalidades de financiación tienen diferentes riesgos, las estructuras de financiación que están formados por diferentes modalidades y cantidades de capitales también no tienen iguales riesgos. Estas condiciones requieren que cuando las empresas realicen decisiones de financiación, deben analizar los riesgos de diversas modalidades de financiación y seleccionar razonablemente la modalidad de financiación fijando el importe de capitales en cada modalidad de financiación para determinar una estructura de financiación adaptada a la capacidad empresarial de tolerancia al riesgo.

## 3) El principio de rentabilidad.

El principio de rentabilidad se refiere a lo que las empresas en la selección y determinación de formas y cantidades de financiación deben minimizar los costes para obtener los fondos necesarios. En otras palabras, las decisiones de financiación empresarial deben seleccionar las modalidades y las cantidades de financiación según el nivel del coste de financiación.

Como las empresas son organizaciones económicas con el fin de rentabilidad, por lo tanto, para alcanzar los objetivos de rentabilidad, las empresas deben centrarse en las operaciones de contabilidad de costes y reducir los costes siguiendo el principio de rentabilidad. Desde el punto de vista de las actividades de financiación empresarial, como la financiación siempre tiene coste, las actividades de financiación corporativas deben seguir el principio de rentabilidad. Debido a que los diferentes modalidades de

financiación y las diversas estructuras de financiación no tienen mismos costes de financiación, esta situación requiere que las empresas, cuando toman las decisiones de financiación, deban analizar los costes de financiación y luego seleccionar y determinar razonablemente las modalidades de financiación y las cantidades de financiación para determinar un coste más bajo posible de la estructura de financiación.

#### 4) El principio de disponibilidad.

El principio de disponibilidad se refieren a lo que las empresas, cuando toman las decisiones de financiación construidas por la selección y la determinación de modalidades y cantidades de financiación, deben elegir la estructura de financiación con más facilidad de obtener los fondos necesarios. En otras palabras, en las decisiones de financiación empresarial, las empresas deben elegir y determinar la forma y la cuantía de la financiación según los niveles de facilidad de las formas de financiación.

La financiación corporativa tiene muchas formas para elegir. Sin embargo, estas distintas formas de financiación plantean diferentes requisitos y diversas condiciones a las empresas. Por lo tanto, en el caso de que el entorno externo sea dado, los diferentes tipos de empresas, las diversas condiciones de funcionamiento empresarial y las distintas formas de financiación deciden que las disponibilidades de fondos son distintas. Por ejemplo, las sociedades pueden materializar financiación por emitir acciones, y la compañía de responsabilidad limitada no puede materializar financiación por acciones. Para las sociedades y las compañías de responsabilidad limitada, estos dos tipos de empresas pueden hacer financiación por emitir bonos u obligaciones, y otras empresas no pueden hacerlo. Con el alto nivel de rentabilidad, la fuerte capacidad de garantía y la alta credibilidad, las grandes empresas en comparación con las empresas pequeñas tienen mejor disponibilidad. Correspondientemente, la disponibilidad de capitales para las empresas pequeñas es baja. La financiación interna tiene una característica objetiva de autonomía. Siempre que las empresas tengan buen rendimiento económico, la disponibilidad de capitales conseguido por financiación interna es fuerte. Debido a las restricciones estrictas y los procedimientos complicados, la financiación por bonos u obligaciones tiene menor disponibilidad de fondos. En comparación con financiación por bonos u obligaciones, obtener préstamos de los bancos es relativamente fácil. Por lo tanto, las decisiones de financiación de las empresas deben seleccionar aquellas formas que pueden conseguir los fondos necesarios con oportunidad y facilidad según las condiciones de cada forma y las situaciones actuales de las propias empresas para asegurar que se capta capitales de cantidad necesaria en tiempos establecidos.

### 7.2.3 El proceso de decisión de financiación empresarial

El proceso de decisión de la financiación corporativo se refiere a los pasos de trabajo que se debe seguir cuando toman la decisión de financiación de las empresas. Estos pasos de trabajo que reflejan la regularidad y la lógica del proceso de decisiones son las condiciones importantes para asegurar la ciencia y la validez de las decisiones. La decisión de financiación empresarial puede ser dividida en los siguientes pasos:

1) La presentación de decisión de financiación.

La presentación de decisión de financiación es el punto de partida de las decisiones de financiación de las empresas. Las decisiones de financiación se presentan, cuando las empresas tienen nuevas necesidades de capital o quieren ajustar la estructura de financiación. Normalmente, en los siguientes casos, las empresas van a plantear la decisión de financiación:

a) La inversión de gestión diaria de las empresas.

Las actividades de gestión diaria se demuestran por unos procesos reciclados de inversión y producción, reinversión y reproducción. En estos procesos, la inversión de gestión es la premisa. Sin esta inversión, no habrá ningunas actividades de gestión. Por lo tanto, antes de las actividades de gestiones empresariales, las empresas tienen que captar, como el primer paso, los fondos con adaptación a las inversiones y gestiones. En este caso, la necesidad empresarial de capital se demuestra principalmente por la demanda de capital en la inversión de activos físicos a corto plazo. La decisión de financiación en este caso se denomina la decisión de financiación de inversión de gestión diaria.

b) La inversión de proyectos empresariales.

La inversión de proyectos empresariales incluye la inversión de proyectos nuevos, la inversión de proyecto de expansión y la inversión de proyecto de renovación. En este caso, la demanda empresarial de capital contiene la necesidad de capital en las inversiones de activos físicos a largo plazo, la necesidad de capital en la inversión de los activos intangibles y la demanda de capital en inversión de activos físicos a corto plazo. La decisión de financiación en este caso se denomina la decisión de financiación de la inversión de proyectos.

2) El pronóstico de cantidad necesaria de capital.

Después de la aparición de nuevas demandas de capital, el siguiente paso es



pronosticar la cantidad necesaria de capitales. Ésta es la segunda parte de la decisión de financiación. El pronóstico de la cantidad necesaria de capitales es la identificación de las diferentes situaciones y el acopio de las informaciones relacionadas para estimar y calcular la cantidad necesaria de capitales utilizando los métodos de raciocinio lógico y de matemática.

### 3) Elaboración de proyectos alternativos de financiación.

Cuando la cantidad necesaria de capitales está prevista, el próximo trabajo es la elaboración de proyectos de financiación. La elaboración de proyectos de financiación se refiere a la selección de forma de financiación, la determinación de las cantidades de financiación en cada forma y las formaciones de carteras de las formas y de las cantidades para conseguir los capitales necesarios. La elaboración de proyectos alternativos de financiación es un segmento muy clave en el proceso de decisión de financiación. Los pros y los contras de los trabajos de esta parte van a afectar a la selección de proyectos de financiación en el siguiente segmento, y aún más afectando al efecto de todas las decisiones de financiación. Por lo tanto, los trabajos de este segmento deben ser realizados con detallada y solidez, elaborando proyectos lo más posible para establecer una buena base de los trabajos de siguiente segmento en la decisión de financiación.

#### a) La selección de proyecto óptimo de financiación.

Después de elaboración de proyectos alternativos de financiación, la siguiente tarea es la selección de proyecto óptimo de financiación.

#### b) La organización de la aplicación de proyectos de financiación.

Después de la determinación del proyecto óptimo de financiación, el siguiente trabajo por hacer es la aplicación del proyecto de financiación. La aplicación de proyecto de financiación es el proceso de captar los capitales necesarios según la forma y la cantidad de financiación que se selecciona en el proyecto de financiación.

#### c) El ajustamiento de proyecto de financiación según comentarios.

En el proceso de la ejecución del proyecto de financiación, si se ocurren los casos que la actividad de financiación está obstaculizada o la cantidad de financiación no alcanza el objetivo previsto, deben ajustar el proyecto de financiación a tiempo y captar los capitales necesarios según el proyecto ajustado de financiación.

## **7.3 Previsión de la cantidad necesaria de capital**

Como se menciona anteriormente, los casos en los que las compañías tienen necesidades de capital son dos. En primer lugar, es para la inversión de gestión diaria, y en segundo lugar, es para la inversión de proyecto. Por lo tanto, los pronósticos de cantidades necesarias de capital se dividen en dos tipos: un es el pronóstico de capital de trabajo, y otro es la previsión de capital de proyecto de inversión.

### **7.3.1 Previsión de la necesidad de capital gestionado**

El capital de trabajo se refiere a los capitales de avance en las materias primas, productos, productos terminados, efectivos y las cuentas a cobrar, etc. El capital de trabajo se divide en el capital de trabajo en área de producción y el capital de trabajo en área de circulación. De los cuales, el capital en área de producción incluye el capital de reserva y el capital de producción. El capital de trabajo en área de circulación incluye el capital de productos, el capital de balance y el capital monetario. Las fuentes de capital de trabajo incluyen el capital a largo plazo y el capital a corto plazo. Las fuentes de capital a largo plazo incluyen acciones y deudas a largo plazo. Las fuentes de capital a corto plazo son el pasivo circulante que incluye diversas cuentas a cobrar y los préstamos de corto plazo.

La característica esencial del capital de trabajo es fluidez, ya que fluye haciendo que las empresas realicen la compensación de valor y la plusvalía. Por eso, el capital de trabajo tiene las características de fluidez, compensación, y plusvalía. Estas características del capital deciden la posición muy importante del capital de trabajo en la gestión y administración de las empresas. El fortalecimiento de administración del capital de trabajo es una tarea importante en la administración de las compañías. Por eso, el pronóstico de volumen de la demanda de capital de trabajo también es un elemento importante en la gestión de capital de trabajo.

#### **7.3.1.1 Los métodos comunes de previsión del volumen necesario de capital de trabajo**

1. El método de pronóstico por cualidad.

El método de pronóstico por cualidad es generalmente las estimaciones y los cálculos de la cantidad necesaria del capital de trabajo en el futuro, que están hecho por los expertos y los profesionales con ciertos conocimientos teóricos y capacidad de sentencia integrada sobre la base de sus propias experiencias y comprensiones de la situación. Este método es adecuado a la

situación que se falta completa y exacta información histórica. Los métodos disponibles incluyen el método de experiencia personal, el método de reuniones de expertos, el método Delphi y el método de la probabilidad subjetiva.

1) El método de experiencia personal.

El método de experiencia personal también conocida como método de valuación personal se refiere a los juicios intuitivos de las personas de pronóstico según sus experiencias acumuladas cotidianamente y sus comprensiones de la situación. Cuando realizan pronóstico, pueden reunir las personas relacionadas para discutir y escuchar las opiniones de las personas con más experiencias prácticas. Como las personas de pronóstico generalmente tienen más experiencia y capacidad completa de juzgar, la mayoría pueden llegar a conclusiones más exactas de predicciones. Sin embargo, vale la pena señalar que este método de predicción con las limitaciones de experiencia y comprensión personal puede motivar los fenómenos subjetivos haciendo desviación entre los resultados previstos y las situaciones actuales y afectando a la exactitud de la predicción. Por lo tanto, este método debe ser utilizado con otros métodos descritos en el posterior.

2) El método de reuniones de expertos.

Este método se refiere a lo que invitan a algunos expertos, utilizando las experiencias y las comprensiones de estos expertos, para una reunión de pronóstico sobre un tema especial. Debido a los expertos pertinentes con posesión de una gran cantidad de información, ellos pueden inspirar a los demás a superar la limitación de experiencia y de comprensión personal, ayudando a absorber las opiniones de todos lados para que los resultados de las predicciones sean más realistas y mejoren la exactitud de los resultados de la predicción. Sin embargo, el uso de este método de predicción, en otro lado, también va a afectar la exactitud de la predicción. Porque las opiniones de la reunión pueden cederse a algunos comentarios de los expertos y las opiniones de los expertos frecuentemente son difíciles de evitar la unilateralidad. En este caso, las opiniones de la minoría a veces pueden ser precisas.

3) El método de Delphi.

El método Delphi también es conocida como el método de síntesis de los opiniones de expertos o el método de investigación de expertos. Este método de pronóstico supera las deficiencias de discusión de cara a cara entre los expertos, haciendo los expertos debatir de espalda a espalda. El

método de Delphi estaba utilizado por primera vez en el final de los años 40 del siglo 20 por Rand Corporation de U. S. y pronto estaba florecido en el mundo. Delphi es una ciudad en la antigua Grecia. La ciudad está famosa por el Templo de Apolo. Según la leyenda, Apolo tiene una alta capacidad de predecir el futuro, por lo que Delphi se convierte en un lugar sagrado para predecir el futuro. Debido a la exactitud de los resultados previstos, el método de síntesis de las opiniones de expertos se llama el método de Delphi.

- La realización de este método incluye los siguientes pasos:

En primer lugar, para la selección de expertos, deben prestar atención a la estructura ocupacional de los expertos. Entre estos expertos, hay que tener tanto expertos en el trabajo práctico, como los expertos en trabajos de investigación teórica para que los expertos presenten desde diferentes ángulos sus opiniones y aseguren la integridad de las opiniones de los expertos. Con tal manera, van a producir un efecto completo y enriquecido.

En segundo lugar, se envían cartas a los expertos seleccionados presentando los problemas a predecir.

En tercer lugar, recogen los primeros resultados del pronóstico de los expertos en forma de cuadro y después se envían estos resultados de nuevo a los expertos para que los comenten, modifiquen o los completen aún más.

En cuarto lugar, se recogen las opiniones de los expertos por segunda vez y se las envían de nuevo haciendo a los expertos conocer diversas opiniones. Para los problemas con más divergencia de opiniones, se consultan otra vez.

En quinto lugar, si tras repetir las consultas, los resúmenes, las opiniones de expertos alcanzan la unanimidad, estas opiniones pueden servir como conclusión. Si las opiniones de los expertos siguen teniendo divergencias, las personas de pronóstico pueden realizar estadística de probabilidad según la frecuencia de aparición de cada opinión y pronosticar utilizando el siguiente método de probabilidad subjetiva para conseguir las conclusiones.

- El método de Delphi tiene las siguientes características:

En primer lugar, el anonimato. Los expertos en asesoramiento que son seleccionadas por las personas del pronóstico no tienen contactos entre sí.

Los especialistas expresan sus comentarios anónimamente, con lo que no se afecta a sus prestigios personales, ni se hace las opiniones ser impactados por los expertos autorizados, y ellos pueden expresar sus opiniones libremente. Por eso, se pueden recoger las opiniones de forma más completa y más realista, con lo que aumenta la exactitud de los resultados de la predicción.

En segundo lugar, el feedback. Generalmente en una investigación por consulta, se debe pasar por el mismo proceso tres o cuatro veces. A través de varios feedback, se puede completar la comunicación y la inspiración mutua, facilitando obtener un pensamiento global. En tercer lugar, la convergencia. Después de varias rondas de consulta, las opiniones de los expertos, en general, van a converger relativamente.

#### 4) El método de probabilidad subjetiva.

Este método es una medición del nivel de creencia subjetiva sobre la probabilidad de la ocurrencia de los eventos futuros. El método de probabilidad subjetiva es un método de pronóstico que utiliza la probabilidad subjetiva cuando las opiniones de los expertos no son coincidentes. En este caso, los encuestadores analizan la infalibilidad de las opiniones y determinan subjetivamente la probabilidad de las diversas opiniones según sus experiencias para integrar todos los factores y hacer el pronóstico. Como este método reúne las opiniones de los expertos y de las personas de pronóstico, los resultados previstos son más fiables.

La fórmula del método de pronóstico subjetivo es el siguiente:

$$A = A_1P(A_1) + A_2P(A_2) + \dots + A_mP(A_m) = \sum_{i=1}^n A_iP(A_i)$$

Donde A es el valor pronosticado de los acontecimientos al azar.  $A_i$  es el valor pronosticado por los expertos.  $P(A_i)$  es el valor de la probabilidad subjetiva de las opiniones de los expertos

#### 2. El método de predicción cuantitativa.

El método de pronóstico cuantitativo también conocido como el método de predicción estadística se refiere al método que realiza una predicción cuantitativa sobre la cantidad necesaria de capitales de trabajo en el futuro según los datos históricos más completos, utilizando los métodos matemáticos o los modelos matemáticos. Los métodos utilizados

frecuentemente de predicción cuantitativa son los siguientes:

1) La extrapolación de tendencias.

La extrapolación de tendencias es un método de pronóstico basado en información histórica de las variables pronosticadas. La premisa implícita de este método es que los cambios actuales pueden continuar en el futuro y las variables cambian solamente con el tiempo sin ninguna relación con los cambios de las variables financieras. La manera concreta de realizar la extrapolación de tendencias es lo que arreglan los datos históricos de las variables en una serie de tiempo definido en años o meses y en las que se buscan reglas de variación para inferir el futuro. Los métodos para el cálculo de la extrapolación de tendencias incluyen el método del promedio simple, el método de promedio ponderado, el método de promedio movido y el método de suavización exponencial.

a) El método del promedio simple.

El método de promedio simple se obtiene de dividir la suma de los datos históricos entre el número de series de datos, lo que proporciona una media aritmética de las series como valor predictivo. Su fórmula es:

$$X = \frac{X_1 + X_2 + \dots + X_n}{n} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i$$

Donde  $X$  es el valor previsto,  $N$  es el número de datos históricos y  $X_i$  son datos históricos de cada período.

b) El método de promedio ponderado.

El método del promedio ponderado es un tipo de método que da diferentes valores ponderados a los datos históricos de los diversos períodos según sus grados de importancia para poder calcular el valor promedio aritmético ponderado como valor de predicción. Su fórmula es:

$$X = \frac{x_1 f_1 + x_2 f_2 + \dots + x_n f_n}{f_1 + f_2 + \dots + f_n} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i f_i}{\sum_{i=1}^n f_i}$$

La clave de la utilización del método del promedio ponderado es la determinación de los pesos adecuados. En general, se deben determinar los pesos de cada período según las circunstancias concretas de cada período y los grados de aproximación de cada período con el período de pronóstico. Sin embargo, en la práctica, los pesos de cada período se determinan por los pronosticadores según sus experiencias. Para el período más cercano al período del pronóstico, el peso debe ser más grande adecuadamente. Para los períodos más alejados del período del pronóstico, los pesos deben ser menores apropiadamente. Los pesos de cada período pueden ser determinados como números ordenados según una razón como: 1,2,3,4 ..... o 2,4,6,8 .....

c) El método del promedio móvil.

El método del promedio móvil es un tipo de método de pronóstico con el que se eliminan los movimientos irregulares mediante el tratamiento de los datos históricos para obtener el valor de pronóstico de la tendencia de desarrollo.

Los pasos para el cálculo de este método son los siguientes:

En primer lugar, se calcula el promedio móvil del período  $n$  y se pone el promedio móvil en la mitad del período  $n$ .

En segundo lugar, se calcula la tendencia del cambio del promedio móvil en el período  $n$ . La tendencia de movimiento es la diferencia entre el promedio móvil del último período  $n$  y el promedio del anterior período  $n$ .

En tercer lugar, se calcula el promedio móvil de la tendencia del cambio. El número de los períodos de los promedios móviles es  $n-1$ .

En cuarto lugar, se calcula el valor previsto según la siguiente fórmula:

Valor predictivo = el último promedio móvil del período  $n$  + número de período de investigación  $\times$  el promedio móvil de la tendencia del último período  $(n-1)$ , llevando el número de período de investigación  $= \frac{1}{2}(n+1)$

Los problemas que se deben tener en cuenta en la utilización del

método de promedio de móvil son:

En primer lugar, la selección del promedio móvil  $n$  es fundamental. Cuanto mayor sea  $n$ , el grado de suavidad de los datos será más alto, pero el rezago también será mayor. Los valores de  $n$  generalmente están entre 3 y 5. El valor concreto depende del tamaño y del grado de fluctuación de los datos.

En segundo lugar, debe haber datos suficientes o de lo contrario, el error de predicción es mayor.

En tercer lugar, este enfoque se aplica al período de los datos que tienen una tendencia a cambiar o cambios irregulares en la situación.

d) El método de suavización exponencial.

El método de suavización exponencial es un tipo de método de predicción para predecir valor previsto de las variables del periodo siguiente según el valor real y previsto de las variables del período actual. La fórmula es:

$$Y_{n+1} = aX_n + (1-a)Y_n$$

Donde,  $a$  es el coeficiente de suavización, también conocido como el factor de ponderación, el rango de variación de este coeficiente es  $0 \leq a \leq 1$ .  $X_n$  es el valor real de la variable del período actual.  $Y_n$  es el valor predictivo de la variable del período actual.  $Y_{n+1}$  es el valor de pronóstico de la variable del próximo período. En realidad, este valor es un valor del promedio conseguido mediante un cálculo ponderado con ciertas ponderaciones según el valor real y el previsto de la variable del período actual.

El método de suavización exponencial en realidad, es un tipo de método de promedio ponderado que toman  $a$ ,  $(1-a)a$ ,  $(1-a)^2a$  .....  $(1-a)^ta$ ,  $(1-a)^{t+1}a$  como ponderaciones para calcular el valor real de las variables en cada períodos. Donde,  $a$ ,  $(1-a)a$ ,  $(1-a)^2a$  .....  $(1-a)^ta$ ,  $(1-a)^{t+1}a$  son en realidad, una serie de números de proporción decreciente, lo que se muestra por su exponente. De esta manera, el método de suavización exponencial consigue su denominación.

El coeficiente de suavización  $a$  juega un papel muy importante en este tipo de cálculo y por lo tanto, a la hora de atribuir un valor



para  $a$ , se debe tener en cuenta las cuestiones siguientes:

En primer lugar, cuando se duda de la estimación del valor inicial, el valor de  $a$  debe ser un poco alto. Habría que situarlo entre 0,7 y 0,9.

En segundo lugar, si la serie temporal fluctúa irregularmente, el valor de  $a$  debe ser un poco menor. Generalmente, se situará entre 0,05 y 0,2.

En tercero lugar, cuando la serie temporal tiene una tendencia a los cambios rápidos y significativos, el valor de  $a$  debe ser más grande, por lo general, entre 0,3 y 0,5.

En cuarto lugar, si la serie temporal se cambia lentamente, el valor de  $a$  debe ser menor por lo general, entre 0,1 y 0,4.

## 2) El método del porcentaje de las ventas.

El método del porcentaje de ventas es un tipo de método de pronóstico para predecir las necesidades de capital de trabajo según la relación proporcional entre el volumen de ventas, los artículos en el balance y la cuenta de resultados. Con este método, bajo la premisa de que la relación proporcional entre un proyecto y el volumen de ventas es fijo, se puede predecir en el futuro el volumen necesario de capitales para un volumen de ventas dado. La fórmula de la predicción es la siguiente:

La cantidad de necesidades adicionales de financiación externo =

$$S \times \frac{A}{S_1} - S_2 \times P \times E$$

Donde,  $S$  es el cambio en el volumen de ventas ( $S_2 - S_1$ )

$\frac{A}{S_1}$  es la proporción de la cantidad total de activos sensibles a la

venta correspondiente a un volumen de ventas en cierto período.

$S_2$  es el volumen de venta para el período del pronóstico,  $P$  es el tipo de beneficio de venta,  $E$  es la proporción de beneficios retenidos.

## 3) El método de predicción de la característica de capital.

Este método es un tipo de pronóstico que, a través del análisis de las características de capital, buscan la relación entre el cambio de capitales y el

cambio de producción y venta, estableciendo el modelo matemático correspondiente, con base en datos históricos para predecir las necesidades de capitales.

El análisis de característica de capital se refiere a la clasificación de capitales de una compañía, que clasifica los capitales en capitales constantes y capitales variables según la relación entre los movimientos de capitales y los cambios en la producción y la venta. El capital constante se refiere a los capitales que no cambian con los movimientos de la producción y venta en una cierta escala de operación, por ejemplo, la cantidad mínima necesaria de dinero en efectivo para mantener la operación, las reservas seguros de stock, los capitales en activos fijos, etc. El capital variable se refiere a los capitales que varían en la misma proporción que el movimiento de la producción y la venta, por ejemplo, el efectivo que excede a las reservas mínimas, stock, cuentas a cobrar, y otros capitales ocupados.

A través del análisis de la característica de capital, podemos descubrir que existe una relación lineal entre el volumen de la necesidad de capitales y la cantidad de la producción y de la venta. En particular, los capitales de trabajo son típicos. Por lo tanto, sobre la base de los datos históricos, utilizando el método de regresión lineal de una dimensión, conseguimos el modelo de pronóstico del volumen de necesidad de capitales:

$$y = a + bx$$

Donde  $y$  es el volumen de necesidad de capital.

$$a \text{ es el capital constante } \left[ \frac{\sum y - b \sum x}{n} \right]$$

$b$  son los capitales variables necesarios para unas ventas determinadas

$$\left[ \frac{n \times \sum xy - \sum x \sum y}{n \times \sum x^2 - (\sum x)^2} \right]$$

$x$  es el volumen de producción y venta.

En casos concretos, se pueden predecir directamente las necesidades de capital total basándose en la relación entre los capitales totales empleados y las producciones y las ventas. Se puede también predecir separadamente el volumen necesario de capitales de cada proyecto según los distintos proyectos en que se emplean los capitales (tales como efectivos, depósitos, cuentas a cobrar, activos fijos, etc.) para después sumar todos estos capitales pronosticados.

## **7.3.2. El pronóstico de necesidad de capitales para proyectos de inversión**

La necesidad de capitales para los proyectos de inversión se refiere a la suma de capitales necesarios para completar el proyecto planteado y ponerlo en funcionamiento lo que incluye una previsión de los capitales necesarios para la inversión en activos físicos a largo plazo, una previsión de los capitales necesarios para la inversión en activos intangibles, una previsión de los capitales necesarios para la inversión en activos físicos a corto plazo.

### **7.3.2.1 El pronóstico de capitales necesarios de los activos físicos a largo plazo**

- 1) La composición de la inversión de activos físicos a largo plazo.

La inversión de activos físicos a largo plazo se refiere a los capitales de inversión destinados a la adquisición y la formación de activos físicos a largo plazo (es decir, activos fijos). La inversión de activos físicos se compone de los siguientes elementos:

- a) El coste de la ingeniería.

El coste de la ingeniería es el coste del proyecto de ingeniería que se aplica directamente a los activos fijos. De acuerdo a los diferentes usos, los costes de los proyectos se pueden dividir en costes de construcción, costes de instalación y equipos y costes de adquisición de equipos industriales.

- b) Otros costes de construcción de la ingeniería.

Otros costes de construcción de la ingeniería incluyen principalmente los honorarios de la encuesta y el diseño, los tipos de investigación y de prueba, los costes de estudio de viabilidad, los costes de instalaciones temporales, los intereses de préstamos de inversión, los costes de control de calidad de los proyectos, los impuestos de adquisición de tierras, y los costes de la gestión de los costes de construcción.

- c) Los costes de preparación.

Los costes de preparación incluyen los gastos de reserva básica y los gastos de reserva de encarecimiento.

- 2) La predicción de los capitales necesarios de inversión en activos físicos a largo plazo.

El método que se usa frecuentemente en la práctica para la predicción es el método del índice de estimación presupuestaria. Este método toma las cuotas de estimación presupuestaria como referencia para calcular los costes de cada proyecto, otros costes de construcción y los costes de reserva, después se suman todos los costes de cada proyecto para calcular el total del importe de la inversión en activos físicos a largo plazo.

La estimación de los costes de cada proyecto de ingeniería.

- a) La estimación de los costes de construcción y de los costes de instalación.

Para estimar los costes de construcción y los costes de instalación por el método del índice de estimación presupuestaria, se suman los costes directos del proyecto, los costes indirectos, los beneficios planteados y los impuestos. Los costes directos del proyecto incluyen principalmente los costes directos (mano de obra, costes de materiales, costes de uso de equipos mecánicos), otros costes directos, los gastos de admisión de obra, etc. Los costes indirectos incluyen principalmente los costes de gestión de construcción y otros impuestos indirectos, etc.

- b) Los costes de compra de los equipos e instrumentos.

Los costes de adquisición de los equipos se calculan de acuerdo con los equipos comprados domésticamente y los equipos importados. Los costes de compra de instrumentos se refieren a aparatos, accesorios, muebles de fabricación, etc., que no satisfacen el estándar de activos fijos, para asegurar la producción normal en el comienzo de producción.

Otros costes de construcción. Otros costes de construcción incluye: costes de adquisición de la tierra, los costes del estudio de viabilidad, los honorarios de estudio y diseño, los gastos de investigación y de prueba, los gastos de administración de empresas de construcción, los intereses de los préstamos de inversión en el período de construcción.

- c) Los costes de reserva. Los gastos de reserva son aquellos costes del proyecto que son difíciles de predecir.

### **7.3.2.2 La previsión de capitales necesarios para la inversión en activos intangibles**

Dentro de la inversión en activos intangibles se incluyen las patentes, la tecnología no relacionada con patentes, los derechos de uso del suelo, las marcas comerciales, el prestigio comercial y los derechos de autor, etc. En la inversión del proyecto, los activos intangibles se refieren principalmente a los egresos de una sola vez para obtener derechos de uso del suelo, las patentes y las tecnologías no patentadas. Hay que precisar que sólo cuando el proyecto de inversión obtiene los derechos de uso de la tierra por el pago de única vez, el coste puede ser clasificado como activo intangible. Si el coste se paga en cuotas, este coste puede ser considerado como un coste de producción incluyendo lo directamente en el coste anual de producción.

Si la inversión se realiza directamente en patentes o las tecnologías no patentadas, o se compran las patentes y las tecnologías no patentadas como activos del proyecto, entonces se debe valorar estos activos separadamente. Los métodos de valoración incluyen el método de valoración del coste de reemplazo y el método del precio de mercado actual. Es decir, mediante los métodos de valorar los costes de reposición o de tomar los precios de mercado de los activos intangibles similares como referencia, se estima el valor de los activos intangibles.

### **7.3.2.3 La previsión de capitales necesarios de los fondos de trabajo**

La inversión en capital de trabajo se refiere a los fondos empleados, después de la finalización del proyecto, en las materias primas, productos, bienes terminados, cuentas a cobrar, los efectivos y otros fondos. Como el proceso de producción del proyecto es continuo, el capital de trabajo necesita de inversión permanentemente. Por eso, el capital de trabajo como una parte importante del total de la inversión en un proyecto es la garantía de que los capitales necesarios para mantener la producción y la gestión lleguen correctamente.

El método para pronosticar el capital de trabajo necesario en la inversión de un proyecto es un método de estimación de indicadores ampliados. Dicho método determina los capitales necesarios con referencia a la proporción de capitales de trabajo sobre los ingresos por ventas, los costes de venta, o a la proporción a cada

unidad de producto del capital de trabajo en proyectos similares. La fórmula para su cálculo es la siguiente:

$$C = I \times S$$

$C$  es el capital de trabajo necesario para los proyectos.  $I$  son los ingresos estimados por ventas anuales de los proyectos (coste de ventas, la capacidad diseñada de producción anual) y,  $S$  es el ratio de capital de trabajo sobre los ingresos por ventas de proyectos similares (coste de ventas, la ocupación de productos por unidad)

$$S = \frac{M}{A}$$

Donde,  $S$  es el ratio de capital de trabajo sobre los ingresos por ventas de proyectos similares (coste de ventas, la ocupación de productos por unidad)  $M$  es el promedio de ocupación de capital de trabajo del proyecto.  $A$  son los ingresos anuales por ventas del proyecto (coste de ventas, la capacidad diseñada de producción anual).

## **7.4 Los métodos y las bases de decisiones de financiación**

### **7.4.1 Las bases de decisión de financiación**

#### **1) Las necesidades de capitales.**

La tarea principal de la financiación empresarial es captar los capitales para satisfacer las necesidades de fondos para la producción y la operación de la empresa. Desde el punto de vista de estas necesidades de una empresa, su demanda será distinta en los distintos momentos. Por ejemplo, desde el punto de vista de las diferentes etapas de desarrollo, existe una demanda de capital de acciones en el momento del establecimiento de una sociedad y una demanda de capital de trabajo durante el proceso de la gestión. Desde el punto de vista de los diferentes aspectos de la inversión, existe la demanda de capital de trabajo en la gestión diaria y la demanda de capitales a largo plazo para la inversión en el proyecto. Desde el punto de vista de las distintas naturalezas de los fondos necesarios, existe la demanda de capital de acciones y la demanda de capital de obligaciones. Por eso, cuando las empresas toman decisiones de financiación, se exige que deban elegir la forma de financiación y determinar el volumen de financiación de cada forma según los tipos y las cantidades de capital necesario en cada ocasión.

#### **2) La disponibilidad de financiación.**

Toda empresa a la hora de financiarse, ha de cumplir con una serie de requisitos según sus propias características y condiciones. Por ejemplo, las compañías de sociedad anónima pueden emitir acciones para financiarse y las sociedades de responsabilidad limitada al contrario, no pueden emitir acciones. Las sociedades anónimas y las compañías de responsabilidad limitada podrán emitir bonos para financiarse, mientras que otras empresas no pueden emitirlos. Mientras tanto, las grandes empresas, debido al alto nivel de rentabilidad, poco riesgo, y una gran reputación, pueden conseguir capitales fácilmente en comparación con las pequeñas empresas. Así, se exige que cuando las empresas toman la decisión de financiarse, deban tener plenamente en cuenta la disponibilidad de la financiación es decir, según las condiciones de financiación requeridas por las diversas formas de financiación, se deben seleccionar aquellas que se ajusten a las circunstancias específicas de las empresas. De lo contrario, si las decisiones de financiación empresarial son independientes a sus circunstancias específicas, sin tener en cuenta las condiciones requeridas por las distintas formas de financiación, las decisiones no van a tener ningún sentido y van a ser imposibles de implementar.

### 3) Los riesgos financieros.

La financiación entraña riesgos y estos son diferentes para cada forma de financiación. Y los riesgos generales en diversas estructuras de financiación son diferentes. Cuando las compañías toman sus decisiones de financiación, deben tener en cuenta suficientemente los riesgos de financiación de las distintas formas y de las diversas estructuras para seleccionar razonablemente las formas y determinar los volúmenes de financiación adecuados, y aún más fijar una estructura de financiación que se adapte a la capacidad empresarial para soportar los riesgos.

### 4) Los gastos financieros.

La financiación tiene un coste. Los costes de financiación de las distintas formas de financiación y de las diversas estructuras de financiación no son iguales. Cuando las compañías toman la decisión de financiarse, deben comparar plenamente los costes de financiación para las diferentes formas y las diversas estructuras de financiación para seleccionar razonablemente las formas de financiación y determinar los volúmenes de financiación para cada forma, fijando dentro de lo posible la estructura de financiación con el coste más bajo.

## 7.4.2. El método para la toma de decisiones de financiación

- Una descripción general de los métodos de decisión sobre financiación.

Como se mencionó anteriormente, las decisiones de la financiación corporativa es la mejor opción en cuanto a forma de financiación y la decisión del monto de la financiación en cada forma de financiación. El resultado de decisión de la financiación es la formación de una estructura de financiación. Debido a las diferencias de los costes de financiación y de los riesgos de financiación para las diversas formas de financiación y para las diferentes estructuras de financiación que están formadas por diversas formas y diferentes montos de financiación, la decisión de los montos a financiar y la selección de las formas de financiación son esencialmente la decisión y la selección de costes y riesgos de financiación. Como los costes de financiación y los riesgos de financiación tienen una relación inversa, cuando el ratio de endeudamiento aumenta, el coste de financiación disminuirá y el riesgo de la financiación aumentará. Mientras que, cuando el ratio de endeudamiento disminuye, el coste de financiación subirá y el riesgo de financiación bajará. Por todo ello, la selección de los costes y de los riesgos de financiación en las decisiones de financiación es un dilema para las empresas.

Entonces, ¿cómo se resuelve el dilema entre el coste de financiación y el riesgo de financiación en las decisiones de financiación? La respuesta es poner en la balanza el coste de la financiación y el riesgo de la financiación para buscar la mejor combinación de los riesgos y los costes de financiación. En concreto, distinguen la diferencia en importancia entre los costes de financiación y los riesgos de financiación como base de la financiación, a la hora de determinar los factores que deben considerarse en primer lugar en la decisión de financiación. Desde un punto de vista de la importancia del coste y del riesgo de financiación, el riesgo de financiación se sitúa en primer lugar ya que la seguridad es la premisa fundamental para una ordenada producción y desarrollo de cualquier empresa y también, es el principio principal del buen funcionamiento empresarial. Sólo sobre la premisa de garantizar la seguridad, las operaciones empresariales se pueden desarrollar con normalidad, y aún más lograr los objetivos de rentabilidad. Como una parte integral de las actividades comerciales de la compañía, las actividades de financiación deben seguir el principio de seguridad, lo cual tiene un reflejo al tomar decisiones de financiación y tomar el riesgo de la financiación como el factor primordial para la decisión. De no ser así, al perseguir menores costes de financiación, se incurrirá necesariamente en un mayor riesgo de financiación y una vez que el riesgo se materialice, las empresas van a caer en dificultades financieras y posiblemente en bancarrota, si la situación fuese grave.

Según lo expuesto anteriormente, las decisiones de financiación corporativa deben realizar principalmente una selección de los riesgos de financiación, es decir determinar el nivel del ratio de endeudamiento que es soportable para la empresa,



limitando la decisión de financiación a un límite creado sobre el ratio de endeudamiento.

Los factores que afectan a la selección del riesgo de financiación corporativa incluyen:

1) Las características de la industria.

El dogma del apalancamiento muestra que los riesgos de negocio en las diferentes industrias son distintos. Es decir que el riesgo de negocio en las industrias con gran concentración de capitales es alto y en las industrias con concentración de mano de obra, el riesgo es menor. De tal manera que, las empresas de la industria con gran concentración de capitales, debido a su alto riesgo de negociación, pueden en general seleccionar la forma de financiación con menor riesgo es decir, determinar un ratio de endeudamiento bajo mientras que, las empresas de la industria con gran concentración de mano de obra, debido a su menor riesgo de negocio, pueden seleccionar la forma de financiación con mayor riesgo es decir, fijar un ratio de endeudamiento más alto.

2) El tamaño de la empresa y las condiciones de funcionamiento.

En general, las compañías de gran tamaño y alta credibilidad tienen suficiente capacidad para soportar el riesgo del mercado. La capacidad de endeudamiento externo de esas empresas es alta y pueden mantener un ratio alto de endeudamiento. Por el contrario, las empresas de pequeño tamaño y baja credibilidad, debido a su limitada capacidad para soportar el riesgo del mercado y su débil capacidad de endeudamiento, deben mantener un ratio bajo de endeudamiento. Desde un punto de vista de la situación de la gestión empresarial, las empresas con alto nivel de gestión y fuerte capacidad de competencia en el mercado, debido a su alta capacidad para obtener beneficios, pueden mantener un ratio alto de endeudamiento y optar a financiaciones de más riesgo. Por el contrario, las empresas con un nivel de gestión bajo, menor capacidad de competencia en el mercado y baja capacidad de obtener rentabilidad, deben mantener un ratio bajo de endeudamiento y elegir un riesgo más bajo de financiación.

3) El carácter de crecimiento de la compañía.

El carácter de crecimiento de la compañía en general, puede ser medido por el ratio de crecimiento de las ventas. Las empresas con fuerte carácter de crecimiento, en el caso de que los costes fijos estén establecidos, los beneficios operativos pueden crecer con más rapidez a

medida que las ventas crecen. De tal manera, las compañías con fuerte carácter de crecimiento en general, pueden conseguir un rápido crecimiento de los beneficios esperados, que permiten aumentar el endeudamiento para así mantener un alto ratio de endeudamiento y un riesgo alto de financiación para traer más beneficios a los accionistas. En cambio, las empresas con un débil carácter de crecimiento deben mantener un bajo ratio de endeudamiento y elegir un riesgo más bajo de financiación.

4) El entorno económico externo.

Cuando la economía está en auge en que las ventas de productos están en alza y los precios están estables, las empresas pueden mantener un ratio alto de endeudamiento y elegir un mayor riesgo de financiación. Por el contrario, cuando la economía está en recesión en que las ventas de los productos disminuyen y los precios son inestables, las empresas deben mantener un ratio bajo de endeudamiento y elegir un riesgo más bajo de financiación.

5) El valor avalado de activos.

Cuando los activos de las compañías son de buena calidad y cuenta con el aval de alto valor, las empresas podrán generalmente conseguir más préstamos avalados con más facilidad. Las empresas pueden emitir bonos avalados para financiarse y solicitar préstamos avalados a los bancos, manteniendo un ratio mayor de endeudamiento. Por el contrario, cuando los activos de las empresas son de mala calidad y los valores avalados de los activos son bajos, es difícil obtener préstamos avalados. Estas empresas deben mantener un bajo ratio de endeudamiento.

6) Los tipos de interés y los tipos impositivos.

El tipo de interés es un factor importante que afecta a la organización de la estructura de la financiación empresarial. En general, una tipo de interés elevada se corresponde con un aumento del peso de los costes fijos de la empresa y una reducción de la rentabilidad relativa de los accionistas, con lo que aumentará el riesgo de financiación de las empresas. Por lo que las compañías optarán por un ratio bajo de endeudamiento, y viceversa para tipos de interés bajas. También los cambios esperados en los tipos de interés pueden afectar a la organización de la estructura de financiación empresarial es decir, cuando los márgenes sobre beneficios esperados aumenten, las empresas pueden recurrir con mucha frecuencia a la forma de endeudamiento a largo plazo para financiarse. Por el contrario, cuando los márgenes sobre

beneficios esperados sean menores, las empresas habrán de abordar el endeudamiento a largo plazo con mayor cautela.

Los ingresos por ahorro fiscal son directamente proporcionales a las variaciones en los tipos impositivos. Por lo tanto, en el caso de que todos los otros factores sean fijos, cuanto más alto sea el tipo impositivo, más deuda tendrán las empresas y viceversa.

7) Las actitudes de los accionistas y los administradores.

Cuando las acciones de una compañía están en manos de muchos accionistas y ninguno tiene el control absoluto de la empresa, entonces esa empresa podrá hacer un mayor uso de la captación de fondos mediante la emisión de acciones al no tener que temer una posible dilución del derecho de control de los accionistas. Por el contrario, cuando una empresa está controlada por accionistas minoritarios, la empresa tratará de evitar la emisión de acciones ordinarias y tenderá con más frecuencia a emitir acciones preferentes y deuda para financiarse con el fin de garantizar un control absoluto de los accionistas minoritarios sobre la sociedad. Los gerentes más afines con el riesgo podrán optar por un ratio relativamente alto de endeudamiento mientras que aquellos gerentes con actitud más conservadora podrán optar por menos endeudamiento. En China, los administradores de las sociedades cotizadas con consideración de sus propios intereses prefieren generalmente la financiación por medio de acciones y desatienden la financiación por el medio de deuda.

Tras determinar la tasa de endeudamiento que deben mantener, para elegir la forma de financiación y determinar el monto de financiación de cada forma, se deben comparar los costes de financiación tanto para cada forma como para las estructuras de financiación para elegir aquellas con un coste mínimo por lo cual, el proyecto de financiación con mínimo coste en su estructura el óptimo.

● Los métodos concretos de toma de decisión sobre financiación.

Los métodos concretos sobre las decisiones de financiación o el método de determinación de la estructura óptima de financiación generalmente se clasifica bajo los dos epígrafes siguientes: (1). El método del análisis del beneficio antes de intereses e impuestos - las ganancias por acción. (2). El método de comparación de los costes de los capitales.

- 1) El método de análisis del beneficio antes de intereses e impuestos - las ganancias por acción.

El núcleo de la decisión sobre la financiación corporativa es determinar la estructura óptima de capitales y a su vez, la meta de la estructura óptima de capitales es maximizar el valor corporativo o la riqueza del accionista. En teoría, el concepto de riqueza de los accionistas es muy abstracto. En la práctica, para determinar la estructura óptima de capital, se utiliza generalmente un indicador concreto y operativo para representar aproximadamente la riqueza de los accionistas. Este indicador es la ganancia por acción (*EPS*) y el nivel de este indicador, por un lado, depende del tamaño de los beneficios antes de intereses e impuestos (*EBIT*) y por otro lado, depende del nivel de los gastos financieros fijos (intereses y dividendos preferentes) así como, del número de acciones en circulación externa. En caso de que la cuantía de los activos de las empresas, el tipo de rentabilidad de los activos, así como los beneficios antes de impuestos estén establecidos, cuanto mayor sea la proporción del endeudamiento en las compañías, mayores serán los gastos en interés fijo y el número de acciones en circulación externa también será menor, y viceversa. Por lo tanto, un cambio en el ratio de endeudamiento puede conducir a una variación en las ganancias por acción. Cuando las empresas logran mayores beneficios antes de impuestos, el endeudamiento de la empresa ayudará generalmente a aumentar las ganancias por acción, y en el caso contrario, resultará la reducción de la ganancia por acción. Por lo tanto, hay un punto de ganancia máxima por acción en la estructura de capital. Al método por el que se determina una estructura de capitales con ganancia máxima por acción mediante el análisis de la relación entre la estructura de capital y las ganancias por acción, se le denomina método de análisis del beneficio antes de intereses e impuestos - ganancias por acción. Con este método utilizado frecuentemente para determinar la estructura óptima de capital, también se puede calcular la cantidad de ganancia por acción antes de intereses e impuestos mientras que, la financiación por deudas y la financiación por acciones pueden producir las mismas cantidades. Esta cantidad de beneficio también se conoce como punto de indiferencia de la ganancia por acción. Por eso, este método también se le denomina como el método del punto de indiferencia de la ganancia por acción. La fórmula para el cálculo del punto de indiferencia de la ganancia por acción es:

$$\frac{(EBIT - I_1)(1 - T)D_{p1}}{N_1} = \frac{(EBIT - I_2)(1 - t) - D_{p2}}{N_2} = EPS$$

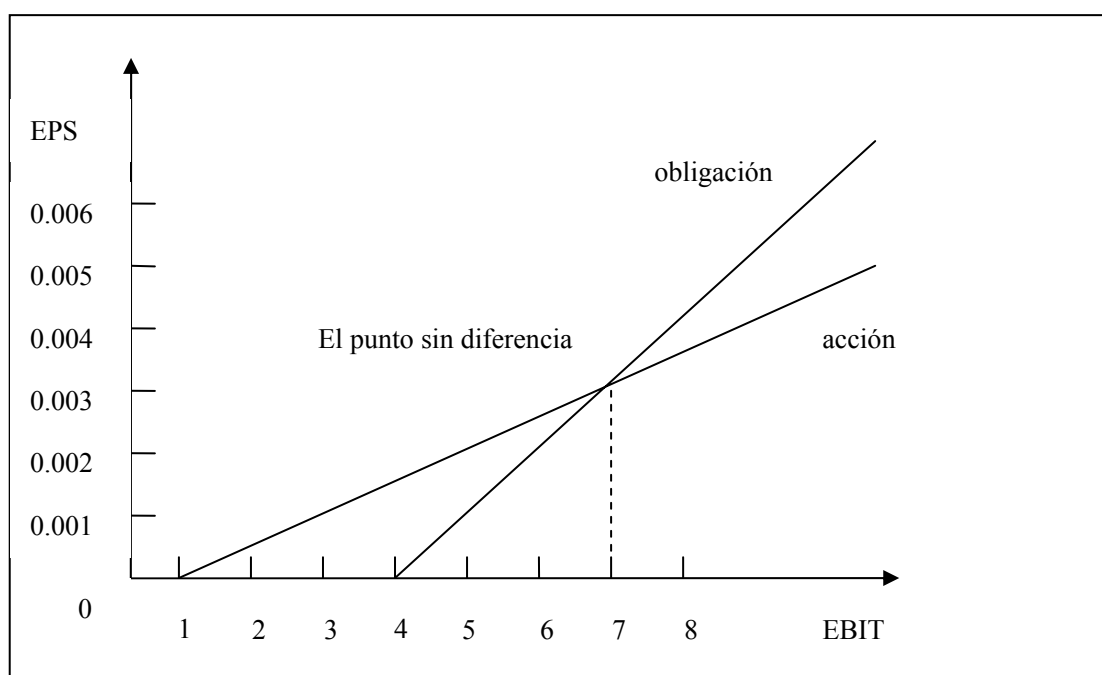
Donde, el *EBIT* es el beneficio antes de intereses e impuestos del punto sin diferencia.  $I_1$ ,  $I_2$  son los intereses anuales de los dos tipos de proyectos de financiación.  $D_{p1}$  y  $D_{p2}$  son los dividendos preferentes anuales en los dos tipos de proyectos de financiación.  $N_1$  y  $N_2$  son las cantidades de las

acciones ordinarias de circulación externa en los dos proyectos de financiación y  $T$  es el tipo del impuesto sobre rentabilidad de Sociedades.

De acuerdo con la fórmula, cuando el beneficio empresarial antes de intereses e impuestos ( $EBIT$ ) está en el punto de indiferencia, los dos proyectos de financiación de emitir obligaciones y de emitir acciones tienen mismas influencias sobre las ganancias por acción. Cuando el  $EBIT$  se sitúa por encima del punto de indiferencia, la captación de capitales por obligaciones puede traer más ganancias por acción mientras que, cuando  $EBIT$  se sitúa por debajo del punto, la emisión de acciones generará más ganancias por acción.

Asumiendo que la ganancia por acción de los accionistas ( $EPS$ ) es 0, los beneficios antes de intereses e impuestos para las dos formas de financiación por obligación y acción serán diferentes. El beneficio correspondiente a la financiación por acciones, por lo general, es menor que el beneficio correspondiente a la financiación por obligaciones. Cuando las dos formas de financiación coinciden en el punto de indiferencia de los beneficios antes de intereses e impuestos, las dos formas tienen los mismos beneficios antes de intereses e impuestos e iguales ganancias por acción para los accionistas. En consecuencia, podemos mostrar el método del análisis del beneficio antes de intereses e impuestos - las ganancias por acción en el siguiente gráfico 7.4:

**Gráfico 7.4 Método del análisis del beneficio antes de intereses e impuestos y las ganancias por acción**



Fuente: Fuente: "Finanzas de la empresa" Jun, Y. 2003

2) El método de comparación de los costes de capital.

Este método selecciona el proyecto de financiación con mínimo coste medio ponderado como el proyecto óptimo de financiación mediante el cálculo de cada coste medio ponderado del capital sobre la base de las distintas opciones de financiación.

La formula para el cálculo del coste medio ponderado del capital es:

$$R_{al} = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

Donde,  $n$  es el número de combinaciones de las formas de financiación.  $R_{al}$  es el capital medio ponderado,  $W_i$  representa la proporción del volumen de financiación en la forma  $i$  de financiación sobre el financiación total y  $R_i$  es el coste de capitales de la forma  $i$  de financiación.

## **7.5. Los problemas en la toma de decisiones sobre financiación en china**

1) Los errores en las decisiones de financiación.

Para muchas compañías con riesgo de financiación, antes de financiarse, no realizan un estudio de prefactibilidad científica y rigurosa. Sus formas de financiarse provocan una especie de ceguera, lo que causa un efecto adverso a en estas compañías y no ayuda a crear beneficios después de la aplicación de los programas de financiación. Las causas del fracaso de las emisiones son básicamente tres. En primer lugar, el precio de emisión de los valores empresariales es demasiado alto y los inversionistas no pueden conseguir beneficios y pierden interés en la inversión. En segundo lugar, la oportunidad de emitir no es normal. Debido a las excesivas fluctuaciones de los tipos de interés en el mercado, los inversores no quieren asumir demasiados riesgos y rechazan invertir. En tercer lugar, la selección de los suscriptores no es adecuada. La emisión puede fracasar por causas de la reputación, la tecnología y otros aspectos de los suscriptores.

2) La carga de la deuda corporativa es demasiado pesada.

Un endeudamiento excesivo, que en cierta medida es un problema común en las empresas con alto crecimiento y una gestión diversificada, es

generalmente el origen de crisis financiera de las empresas chinas. Como el fenómeno de la estructura irracional del capital, causado por los errores de decisión de financiación, generalmente existen, el ratio de endeudamiento seguirá subiendo. Así, la proporción de los capitales de endeudamiento sobre los capitales totales es muy alta. La estructura irracional del capital causa un aumento de los gastos de gestión, agravando las cargas financieras y debilitando la capacidad de solvencia y la enorme presión por pagar las deudas puede causar una posible explosión de una crisis de pagos en cualquier momento.

3) La capacidad del control financiero es débil.

La debilidad del control financiero en las empresas se materializa en los siguientes dos aspectos: En primer lugar, faltan controles sobre la gestión de capitales. El uso de fondos a corto plazo como los de largo plazo resulta en un aumento considerable del riesgo financiero. En segundo lugar, el mercado de China se ha convertido en un mercado de compradores, causando un fenómeno por el que los productos de las empresas son generalmente invendibles. Algunas empresas, con el fin de aumentar las ventas y ampliar la cuota de mercado, venden sus productos, en gran medida, mediante crédito, lo que da lugar al aumento significativo de las cuentas a cobrar, o incluso a la pérdida de control y la aparición de deudas incobrables. Esta situación afecta gravemente a la liquidez de los activos y a la seguridad financiera. Como consecuencia, la capacidad de solvencia a corto plazo es débil y es fácil que se produzca una crisis financiera.

4) La estructura de la financiación no es adecuada.

La estructura de financiación corporativa se clasifica en la estructura de los orígenes de la financiación y la estructura de los plazos de la financiación. La estructura de los orígenes de la financiación se refiere a las cantidades y la relación proporcional de los fondos con los diferentes orígenes de financiación. Las fuentes de financiación empresarial incluyen la financiación por deuda y la financiación por acción. La financiación por deuda puede traer un efecto de apalancamiento financiero a los capitales propios, mientras que la financiación por acciones es la garantía básica del endeudamiento empresarial. Si en la estructura de las fuentes de financiación aparece alguna deformidad, podría aumentar tanto el coste total de los capitales empresariales como los riesgos de financiación de las empresas, lo que hace que las empresas caigan en un estado de alto riesgo. Por lo tanto, para la estructura de las fuentes de financiación por un lado, se debe tener en cuenta la estructura existente de capitales, minimizando el coste de capitales de síntesis y por otro lado, se debe hacer que la estructura se corresponda con la estructura de los activos, equilibrando óptimamente los riesgos y las

ganancias. Mientras tanto, las empresas deben conocer que cuanto más grandes sean la cantidad y la escala de la financiación, mayor serán los riesgos. El tamaño de la financiación depende de la demanda total de capitales por las empresas en el desarrollo futuro.

La estructura de los plazos de financiación incluye tanto la proporción entre la financiación a corto plazo y la financiación a largo plazo como la conformidad entre el vencimiento de la deuda y la duración de la inversión. Las diversas estructuras de los plazos de financiación tienen diferentes afectaciones sobre los riesgos de la financiación. Los capitales a corto plazo son el regulador de los superávits y la deficiencia de capitales, pero con mayor riesgo. Los capitales a largo plazo son la protección contra el riesgo de financiación, especialmente para el riesgo de pago de deuda, pero con más carga del coste de los capitales. Cuando se plantea la estructura de vencimientos de las deudas, si no se tienen en cuenta que podrían estar obligados a usar los capitales a largo plazo en el corto plazo o usar los capitales en un plazo práctico que sea contrario al vencimiento, va a provocar que el coste de capitales y el riesgo de financiación sea muy alto.

## **7.6. Las Medidas para optimizar la decisión de financiación**

### **1) Optimización de la estructura de propiedad de la acción**

Una estructura irracional de la propiedad de las acciones es la causa más importante de los defectos en la gestión empresarial que pueden aún más obstaculizar la financiación y el desarrollo de las empresas. Por lo que, la optimización de la estructura de propiedad de las acciones es el principal problema. La optimización debe ser realizada desde tres vertientes:

- a) Se debe reducir el poder de los votos representados por la propiedad estatal de las acciones y por la propiedad de las acciones de las personas jurídicas del estado hasta menos de la mitad. Es decir, hacer que estas propiedades no tengan un control real, a fin de que los pequeños accionistas realmente tengan la oportunidad de participar e influir en las decisiones de gestión empresarial.
- b) Para las empresas que necesitan ser controladas por el estado, se debe realizar una gestión eficaz de la personificación de las acciones de propiedad estatal. En concreto, se debe dejar a un instituto autónomo no gubernamental de inversión administrar las acciones de la propiedad estatal y relacionar los ingresos del instituto con los beneficios de las empresas estatales que tienen acciones administradas por este instituto a fin de asegurar que un cuerpo claro participe activamente en el gobierno



empresarial con la representación de estado.

- c) Con el fin de evitar que los accionistas que controlan las empresas manipulen los beneficios empresariales, se debe introducir un sistema de consejeros independientes en las sociedades cotizadas. Por lo general, los consejeros independientes proceden de los inversores institucionales exteriores, los bancos, las universidades e instituciones de investigación de campo relacionado, etc. Estos consejeros independientes pueden realizar controles y equilibrios a los accionistas con el control en las decisiones empresariales, inhibiendo el comportamiento de ocupación de capitales de las sociedades cotizadas para proteger los intereses de los inversores externos y atraer la inversión externa.

## 2) El fomento de la "filosofía de inversión."

Ahora en China, se deben difundir conocimientos sobre la inversión de valores a través de diversos canales a los inversores, promoviendo la filosofía de inversión racional. Además, China debe desarrollar los inversionistas institucionales y reforzar la supervisión del comportamiento de los operadores. Cuanto a la administración del mercado, se deben mejorar las leyes de gestión de valores y golpear duramente la manipulación ilegal del mercado de valores, regulando los comportamientos de financiación de las empresas con un reglamento racional. Para que el mercado de valores madure poco a poco, se debe fortalecer y estandarizar la construcción de un mercado de valores, estableciendo estrictamente el mecanismo de salida y de fusiones y adquisiciones.

## 3) Hacer el hincapié en un endeudamiento adecuado.

Las empresas deben, en primer lugar, analizar la capacidad de sus solvencias, incluyendo la capacidad de liquidez a corto plazo y largo plazo. Cuando se toma una decisión sobre la estructura de los capitales, se debe aplicar plenamente el principio de la estabilidad, previendo los posibles efectos adversos de los factores de incertidumbre sobre el nivel de beneficios empresariales y haciendo que el valor total de las empresas sea más alto y el coste de capitales sea menor. Las empresas deben analizar completamente su capacidad operativa y su capacidad de rentabilizar, seleccionando los proyectos con mejor beneficio. Sólo cuando el tipo de rentabilidad supera el interés de deuda, las empresas pueden financiarse. Para una escala razonable de endeudamiento empresarial, debido a las circunstancias que varían en cada momento, no se puede establecer una cifra concreta. En general, los niveles de endeudamiento adecuados para las empresas deben ser más o menos del 50%.

# CAPÍTULO 8: Conclusiones, propuestas y futuras líneas de investigación

## 8.1 Conclusiones

China, como uno de los países con economía en transición, está mejorando de forma continua su sistema financiero, sus mercados de capitales y la estructura de financiación de las empresas. Con estas necesidades o situaciones, se necesita encontrar e investigar los problemas y las deficiencias existentes en la financiación empresarial para dar la orientación de innovación y optimizar la financiación. A través de la análisis de la situación actual de financiación empresarial, la referencia teórica de la política de financiación de los países desarrollados y la comparación de datos financieros entre China, Unión Europea y Estados Unidos, que han sido desarrollado en este tesis, pueden concluir que en China todavía no han formado una política de financiación empresarial de madurez en correspondencia con el desarrollo actual de economía china. La escasez de una política adecuada se muestra por las siguientes deficiencias en el sistema de financiación empresarial:

- En la actualidad, los préstamos bancarios y préstamos privados son, para las empresas chinas, las principales fuentes de acceso a capitales necesarios en el proceso de desarrollo y de negocios. Las formas de financiación de las grandes empresas están más diversificadas, mientras que los canales de financiación de las PYMES son sencillos. Las empresas privadas generalmente utilizan préstamos privados como créditos comerciales para su financiación. Para Las empresas de propiedad estatal pueden conseguir suficiente capital por los préstamos bancarios a largo plazo y financiarse en el mercado de capitales. Como la regulación y la supervisión del gobierno sobre las empresas son muy estrictas, el nivel de dependencia de estas empresas a los préstamos privados es muy bajo.
- Con respecto a la modalidad de financiación, la emisión de acciones en el mercado de valores es la principal forma de financiación directa para las empresas. Sin embargo, la captación de capitales en el mercado bursátil sigue siendo un recurso relativamente escaso y las exigencias para el acceso a cotizar en la bolsa son relativamente altas para la mayoría de las empresas chinas. Según una encuesta del año 2011, realizada por el “Sistema de Investigación de los Empresarios Chinos”, sólo hay el 7,5% de las PYMES ha salido a bolsa o siquiera se ha planteado salir a bolsa. Mientras esta proporción en las grandes empresas ha alcanzado el 52,6%. Esta situación se deriva principalmente de que el gobierno de China tiene una inclinación hacia las empresas estatales en la asignación de los

recursos para que puedan salir a bolsa. Este fenómeno hace que la salida a bolsa para las empresas privadas o las PYMES sea relativamente más difícil.

- Para la financiación indirecta, el problema de la dificultad de conseguir préstamos para las PYMES es todavía más destacado. En primer lugar, la tendencia de la decisión del tipo de interés por el mercado hace que los bancos cada vez utilicen más el principio de orientación de mercado a la hora de dar los préstamos bancarios (no pudiendo ofrecer préstamos a interés bajo sobre el tipo de interés de referencia). En segundo lugar, el coste de los préstamos bancarios de las PYMES es mayor que las grandes empresas. Esta situación da muestra de la discriminación a las PYMES frente a las empresas estatales que pueden obtener más concesiones de los préstamos bancarios y en condiciones más favorables. En tercer lugar, las empresas grandes y las empresas de propiedad estatal tienen una relación relativamente buena con los bancos. El sistema bancario ofrece más líneas de crédito y más privilegios de sobregiro a estas empresas.
- En el proceso de uso de los créditos bancarios en China, se ignora el papel básico de los bancos como empresas, resultando un gran número de préstamos bancarios morosos. Las causas son muchas, pero la razón más básica es la falta de mecanismos de fijación de precios con base de valoración de riesgo. En el proceso de la reforma de China, no se define con claridad la relación entre los bancos comerciales y las empresas. En la actualidad, los bancos comerciales y las empresas son micro-sujetos operando en la economía nacional y sus relaciones son de "colegas". Es decir, los propios bancos también tienen problemas para optimizar la estructura de financiación y de aumentar la eficiencia económica. En este aspecto, los bancos son iguales a las empresas.
- Las sociedades cotizadas de China infravaloran la financiación por deuda y ponen mucho interés en la financiación por acciones. La financiación por acciones tiene altos gastos de emisión y problema de la dispersión de la propiedad accionarial. El coste de financiación por acciones es teóricamente más alto que el de financiación por deuda. Sin embargo, el gobierno chino ha concedido más privilegios políticos a las sociedades cotizadas y la mayoría de los inversores acuden al mercado sólo para obtener beneficios derivados de a la volatilidad a corto plazo poniendo poca atención al crecimiento a largo plazo de la compañía y de los dividendos, con lo que ha reducido en gran medida el coste de los capitales de propiedad accionarial. Así en China, el coste de financiación por acción es en realidad menor que el de financiación por deuda. La financiación por acciones, a la vez, tiene una naturaleza de que no hace falta devolver los capitales captados, por lo que no puede restringir a los directivos de las empresas de una forma efectiva, haciendo que las sociedades cotizadas tengan más inclinación por la financiación por acciones.

## **8.2 Algunas cuestiones sobre la optimización y la innovación: propuestas y futuras líneas de investigación**

Desde el punto de vista de la historia de los desarrollos de la teoría de financiación y de los políticos de financiación, el proceso de desarrollo de financiación empresarial es, justamente, el intento continuo de conseguir una estructura óptima de financiación para promover la maximización del valor de empresas y, aún más, para potenciar el aumento económico. Por lo tanto, la optimización de la estructura de financiación empresarial es un tema sometido a una discusión eterna. A partir de este tema, se han generado diferentes teorías y políticas, en diversas épocas y circunstancias. De ahí que, el objeto de la presente investigación también es la fuerza para el desarrollo de la teoría de financiación y la práctica de finanzas empresariales en China.

Ya sabemos que la financiación es la base del desarrollo. Esta afecta directamente o co-determina la estructura financiera de un país y, a su vez el ambiente de financiación de un país también afecta directamente a las decisiones de financiación empresarial. Por eso, la optimización de la estructura de financiación empresarial tiene un significado cada vez más importante en la gestión de las finanzas corporativas y en el desarrollo socio-económico global. El problema de optimización de la estructura de financiación no sólo es la urgente necesidad de optimización continuada de la estructura financiera de China y de crecimiento sostenido de su economía, sino también es la necesidad de fortalecer la vitalidad de la empresa.

Para realizar la optimización de la estructura de financiación empresarial, es necesario el desarrollo de instrumentos de financiación y de innovación en las políticas de financiación. Esto es debido a que esta optimización es realmente la optimización de decisión de financiación, en la que se pondera y se decide entre diferentes carteras y modalidades de financiación según los conceptos de coste y el riesgo. Para minimizar el coste y cubrir el riesgo, hay que desarrollar la innovación y la práctica en la financiación empresarial a través de la creación de nuevos instrumentos de financiación y la adaptación de las políticas de financiación. Éstos no sólo son los conceptos más importantes en la investigación teórica de financiación empresarial y en la administración financiera de empresa de hoy en día, sino también son la orientación de las futuras investigaciones y prácticas.

A medida que la economía china se desarrolla, la financiación tiene una posición más importante para las empresas y la economía. Mirando hacia atrás, en los últimos años, el foco con más atracción en el sector financiero chino es el boom de la financiación de sus empresas. Tanto la cantidad de financiación como el número de las empresas que se incorporaron al mercado están disparados. Con el fondo macroeconómico en que la economía nacional China se desarrolla continua y establemente en la actualidad, para mejorar la materialización de financiación empresarial y asegurar que la

economía real obtienen suficiente capitales, se está enfrentando a problemas claves como: **¿Cómo aprovechan las empresas chinas los medios de las innovaciones financieras para continuar optimizando su estructura de financiación? ¿Cuáles de las formas de innovación financiera debe ser alentada por el estado para satisfacer prácticamente las necesidades de la economía real?** etc. Estas cuestiones, no sólo son los temas de vanguardia de investigación de financiación en la actualidad, sino también abren un campo extenso de teoría y práctica para el futuro.

Para contestar las preguntas anteriores, intentamos dar algunas orientaciones, propuestas y futuras líneas de investigación con el trabajo en el desarrollo de esta tesis:

1. La utilización plena de factores internos y externos para promover la optimización de la estructura de financiación.
2. La identificación del punto de combinación entre la optimización de estructura de financiación y la innovación financiera
3. Amplificación de la función de promoción de la innovación financiera en el desarrollo económico.

Se desarrollan a continuación:

1. La utilización plena de factores internos y externos para promover la optimización de la estructura de financiación.

Los factores determinantes de la estructura de financiación se pueden dividir en los no institucionales y los institucionales. Estos factores concretamente tienen tres niveles: el primero es el micro-nivel, incluyendo la capacidad de rentabilidad, la proporción de bienes tangibles, los impuestos, el tamaño de la empresa, el riesgo de gestión, el crecimiento de la compañía, la propiedad empresarial de los directores, los rendimientos históricos de acciones, el déficit financiero, el déficit de apalancamiento, etc. El segundo es el medio-nivel. Incluyen la intensidad de la competencia de productos en los mercados, la relación entre los consumidores y los proveedores, la capacidad de inversión y de regateo, etc. El tercero es el macro-nivel, incluyendo las variables macro-económicas, los factores institucionales, etc. De hecho, el uso correcto de cada herramienta nueva de financiación es el reflejo de la evolución de la economía real y de la macro-orientación del gobierno. Especialmente, en la situación actual, en la que todavía hay limitaciones financieras en China, para comprender bien la afectación de la variación de estos factores a la optimización de la estructura de financiación, se necesita más de un buen análisis y de una utilización efectiva de los diversos factores, conociendo las formas y los canales de regulación de estos factores.

2. La identificación del punto de combinación entre la optimización de estructura de financiación y la innovación financiera

La innovación financiera es el resultado de la coincidencia entre la demanda de las empresas con superávit o déficit y los servicios prestados por los institutos financieros. Según la opinión de E. Shaw<sup>4</sup>, cuando la tecnología vieja de financiación no puede satisfacer las necesidades del crecimiento económico, las empresas siempre recurren a los activos financieros de corto plazo, lo que va a aumentar el coste y el riesgo de la empresa. Por lo tanto, tienen que innovar la financiación a largo plazo con nuevas técnicas de financiación en un entorno económico relativamente libre. De hecho, el crecimiento económico ha creado oportunidades de mercado para la financiación a largo plazo. Sin embargo, la innovación financiera es justamente una reacción a estas oportunidades. La innovación financiera y la estructura financiera tienen impacto en la financiación corporativa. El proceso de la optimización de la estructura de financiación empresarial es esencialmente la combinación con otro proceso de innovación financiera. Desde el punto de vista de la empresa, cuando la forma existente de financiación no puede satisfacer sus propias necesidades, se produce una pausa en el recurso a la modalidad vieja de financiación o se preconiza de las formas nuevas. Desde el punto de vista del gobierno, para mejorar la energía del micro-sujeto, también pueden introducir continuamente nuevos instrumentos financieros combinando con el proceso de la reforma financiera. La combinación entre la innovación financiera y la optimización de la estructura de financiación es una concordia perfecta entre la empresa, el mercado y el gobierno. Cualquier acción independiente de estas tres partes va a crear resultados negativos.

### 3. Amplificación de la función de promoción de la innovación financiera en el desarrollo económico.

La innovación de los instrumentos de financiación y del sistema de financiación puede cambiar el mecanismo original de la formación de capitales y de asignación de capitales, promoviendo a los capitales industriales transferirse hacia los campos con más eficiencia. Sin embargo, la innovación financiera es una "cuchillo de doble filo". El uso adecuado puede ampliar la función de activar las transacciones y de transferir y dispersar los riesgos. Si el uso no es adecuado, el efecto del apalancamiento financiero puede producir borrascas en las finanzas. En la materialización de la financiación empresarial, hay que utilizar científicamente la innovación financiera. Los emisores de herramientas innovadoras y los compradores de herramientas innovadoras deben observar estrictamente las leyes internas de la optimización de la estructura de financiación y reconocer que la mejora continua de beneficios en sí misma es la base de la optimización continua de la estructura de financiación. La operación de "burbujas" va a sufrir la pena de las leyes internas más pronto o más tarde.

Por supuesto, en el proceso de cambio a largo plazo, la estructura financiera

---

<sup>4</sup> E.S. Shaw (1973): "La profundización financiera en el desarrollo económico"

demuestra una tendencia de niveles progresivos y cada nivel tiene diferentes características. El cambio de la estructura financiera se materializan de lo simple a lo complejo, del nivel bajo al nivel alto, de lo cerrada a lo abierta. Y con el desarrollo económico y el progreso tecnológico, los contenidos de tecnología en la estructura son cada vez más mayor. Ahora, los instrumentos financieros, las instituciones financieras y los mercados financieros han demostrado una tendencia de desarrollo de virtualización. Deben aclarar cuidadosamente las relaciones internas y las diferencias esenciales entre la "virtualización" y "burbuja", realizando el equilibrio parcial de micro-sujetos y el equilibrio general de macroeconómico.

En el proceso de la optimización de estructura de financiación y de la innovación de financiación, los métodos concretos deben ser los siguientes:

● **Para las grandes sociedades cotizadas:**

En la actualidad, las sociedades cotizadas de China tienen tendencias poco razonables, como la preferencia de financiación por acciones. Para la resolución de estos problemas:

1. La regularización del sistema de distribución de dividendos en las sociedades cotizadas
2. La aceleración del desarrollo del mercado de obligaciones, especialmente las obligaciones corporativas

Se desarrollan a continuación.

1. La regularización del sistema de distribución de dividendos en las sociedades cotizadas

El sistema de distribución de dividendos de sociedad cotizada de China no es razonable, los dividendos son bajos e incluso nulos. Algunos expertos de instituto de investigación financiera de la Universidad Popular de China (2006) estiman que el coste promedio de financiación por acciones de las sociedades cotizadas de China es alrededor del 2,42%. Este valor es inferior a los costes de las deudas empresariales y de los créditos bancarios, haciendo que los costes de financiación por acciones sean menores que los costes de financiación por deuda y dañando los beneficios de los accionistas. Por lo tanto, consideramos que se debería regular el sistema de distribución de dividendos de las sociedades cotizadas de China con dos medidas:

El primero es fortalecer la divulgación de la información. Para las sociedades cotizadas que no distribuyen dividendos, la Comisión de Inspección de Valores debe exigir un informe anual donde se revelen las

causas por los que no se distribuyen dividendos. Para las sociedades que si los reparten, se las puede exigir divulgar en el informe anual el uso y la orientación de inversión de los beneficios no distribuidos.

El segundo es reforzar las restricciones legales. Por un lado, se debe reforzar la protección del derecho de petición de distribución de dividendos, al ser un derecho de los accionistas para exigir a las sociedades que distribuyan beneficios según su participación. Por otro lado, en la estructura especial de la propiedad de las sociedades cotizadas, se debe poner de relieve la protección de los intereses de los pequeños accionistas.

## 2. La aceleración del desarrollo del mercado de obligaciones, especialmente las obligaciones corporativas

En el año 2006, los volúmenes de emisión de los Bonos del Gobierno, los bonos financieros y los bonos corporativos eran respectivamente 667.330 millones Yuanes, 773.810 millones Yuanes y 93.500 millones Yuanes. Los bonos corporativos únicamente eran del 1,8% del total de la emisión de bonos, destacando la irracionalidad de la estructura actual del mercado de bonos en China. Por lo tanto, el desarrollo del mercado de bonos corporativos de China es extremadamente lento.

En este sentido, se puede promover el desarrollo del mercado de bonos a través de cinco puntos:

- ✓ El primero es la separación entre bonos de compañías y bonos de gobierno. Hace mucho tiempo que los dos tipos de bonos se están confundiendo, haciendo que el desarrollo de los bonos corporativos sea difícil. Éste no sólo obstaculiza gravemente el desarrollo saludable del mercado de bonos de China, sino que también restringe la solución de los problemas de dificultad de financiación de las PYMES.
- ✓ El segundo es la mejora de la macro-administración del mercado de bonos corporativos, reduciendo la intervención administrativa del gobierno. Para la emisión de bonos, tienen que cancelar el sistema de examen y aprobación, no aplicando el control de escala, y cambiar poco a poco a una forma nueva de emisión en el que el mercado tenga el poder de control. Para las sociedades cotizadas, ellas deben poder determinar libremente la cantidad y el precio de emisión de los bonos. En este sentido, el gobierno debe liberar los controles del tipo de interés, haciendo que los beneficios y los riesgos sean equilibrados. Al mismo tiempo, deben fortalecer la innovación de la variedad de bonos empresariales. En la actualidad, la estructura de



los bonos corporativos de China está simplificada y los bonos gubernamentales y los bonos financieros son los principales. Esta situación hace que los bonos de empresa no puedan adaptar las necesidades de las empresas. Por eso, deben aumentar la emisión de los bonos a corto plazo, las obligaciones a largo plazo y los bonos de tipo flotante. Además, deben promover en el momento oportuno el desarrollo del mercado de los instrumentos derivados de bonos para adaptarse a las necesidades de financiaciones diferentes.

- ✓ El tercero es el cambio poco a poco de la situación de segmentación del mercado de bonos de China. El mercado de bonos es una integración de mercados tangibles e intangibles aunque el mercado intangible no existe en la práctica. El mercado tangible también está dividido como el mercado de bonos interbancarios, el mercado de bolsa y el mercado OTC. La existencia de este mercado sin inter-vinculación no sólo es desfavorable al desarrollo normalizado del mercado de bonos de China, sino también es contrario a las innovaciones de productos financieros y de las formas de transacciones financieras.
- ✓ El cuarto es la aceleración del desarrollo del mercado de calificación crediticia de las sociedades cotizadas y la promoción de oferta de deuda bancaria a las sociedades cotizadas. En la actualidad, el desarrollo del mercado de calificación de los bonos, en comparación con el aumento rápido de los números de sociedades cotizadas en los mercados de Chín y Shanghái, se ha quedado a la zaga. Debido a la asimetría de la información, en el caso de que los bancos no puedan obtener correctamente una calificación crediticia de las sociedades cotizadas, para reducir el riesgo de incumplimiento, los bancos no pueden dejar de negar ofrecer préstamos a algunas sociedades cotizadas o van a asumir la prima de riesgo de los préstamos con alto nivel, haciendo que algunas sociedades cotizadas acudan a la financiación por acciones por su desesperación. Éste ha reducido, en cierta medida, el tipo de activos y pasivos, formando las preferencias de financiación por acciones. Por lo tanto, la aceleración del desarrollo del mercado chino de calificación crediticia tiene una significación muy importante para cambiar la preferencia de financiación por acciones de las sociedades cotizadas.
- ✓ El quinto es la aplicación de la reforma de clasificación de las propiedades accionariales y la optimización de la estructura de propiedades accionariales de las sociedades cotizadas. La clasificación de las propiedades accionariales se refiere a la clasificación de acciones negociables y acciones no negociables en el

mercado chino. Esta clasificación estrangula el mecanismo de cotización del mercado de capitales y restringe la asignación eficiente de los recursos. Por la clasificación de propiedades accionariales, el mercado encuentra dificultades para estimular y restringir a los grandes accionistas y los directores, haciendo que al gobierno corporativo le falte el fundamento común de los intereses. Con la clasificación de propiedades accionariales, aparecen los diferentes tipos de cotizaciones: el precio de transacción y el precio de competencia, desordenando la base de operaciones de mercados y resultando en una depresión prolongada en los mercados de capitales. Así, la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas no es perfecta y la estructura está-desequilibrada afectando aún más al desarrollo de la reforma de China. Por lo tanto, para cambiar la situación actual de financiación de las sociedades cotizadas de China y cambiar la situación del mercado de capitales, hay que empezar por reformar la clasificación de propiedades accionariales en primer lugar.

En resumen, el comportamiento de la financiación de las sociedades cotizadas tiene implicaciones más amplias. Desde un nivel macro, que el comportamiento de la financiación de las sociedades cotizadas sea razonable o no, afectará a que la asignación de los recursos y la estructura del mercado de capitales también lo sean. Desde el nivel micro, que el comportamiento de la financiación de las sociedades cotizadas sea razonable o no, afectará a que la estructura de capitales de las sociedades cotizadas y sus estructuras de gobierno interno sean razonables o no. Por lo tanto, el comportamiento de la financiación de las sociedades cotizadas es un problema digno de estudio, especialmente en la situación de que el mercado actual de capitales de China y las sociedades cotizadas no son perfectos.

### ● Para las PYMES:

Para el problema de la dificultad de financiación de las PYMES en China, China debe establecer un modelo de realización de financiación con mucha diversidad con el fin de satisfacer las diversas necesidades de financiación de las PYMES. En el desarrollo del establecimiento del modelo de financiación, por el efecto y la restricción de los entornos externos de la financiación de PYMES y de los políticos nacionales, existen muchos problemas como la escasez de fuerza, la capacidad débil de resistencia de riesgo, la falta de transparencia de la información, la confusión de las cuentas, la estructura imperfecta de gobierno corporativo, el modelo más único de financiación, etc. En esta etapa, estas dificultades han sido el principal obstáculo para el desarrollo de las PYMES, y sólo a través de una amplia gama de modelos de financiación, se pueden satisfacer sus necesidades de financiación:

#### 1. La diversificación de los canales de financiación

2. La diversificación de los servicios financieros
3. La diversificación de productos financieros de financiación
4. La diversificación de las instituciones de la garantía de financiación
5. La diversificación de los canales de devolución de financiación
6. La diversificación de las normas de acceso a la financiación
7. La diversificación de los precios de instrumentos de financiación
8. La diversificación de los intermediarios de servicios de financiación
9. La diversificación de los medios de regulación de financiación

Se desarrollan a continuación:

1. La diversificación de los canales de financiación

La llamada diversificación de los canales de financiación se refiere a la plena utilización de diversos medios de financiación, realizando una amplia gama de modelos de financiación en que la financiación por valores y la financiación por préstamos bancarios tienen la misma importancia. Para la diversificación, deben cambiar la situación pasada en la que la financiación indirecta es la forma principal y animar las PYMES a captar directamente fondos en los mercados de capitales. Además, a través de la promoción del préstamo garantizado y del préstamo de crédito, las PYMES pueden ampliar los canales de financiación indirecta. Por último, deben establecer un sistema de inversión y financiación para promover el desarrollo en cada etapa del crecimiento empresarial con métodos como: la promoción de desarrollo de inversión de emprender; la promoción de la reforma empresarial y de la cotización en la bolsa; la promoción de colocación privada de propiedades accionariales, etc. En este sistema, las formas concretas de financiación son: préstamos bancarios, financiación por acciones, financiación por deudas, la inversión de emprender, el capital de riesgo, la financiación por capitales privadas, las fusiones y las adquisiciones.

2. La diversificación de los servicios financieros

En el primero, se deben establecer especialmente las instituciones de servicios políticos de financiación para PYMES resolviendo efectivamente estos problemas.

En el segundo, se deben alentar a las instituciones de financiación a ofrecer servicios a las PYMES. Los fines y los objetos son diferentes para las instituciones políticas de servicios de financiación y las instituciones comerciales de servicios de financiación. Mientras se establecen las instituciones políticas por el gobierno, deben establecer algunas instituciones comerciales de servicios de financiación. Por ejemplo, los bancos

comerciales pueden establecer una organización especialmente para la financiación de las PYMES y los bancos grandes prestan servicios de financiación especialmente a las grandes empresas y los bancos pequeños se corresponden con las pequeñas empresas para realizar el servicio de financiación. Hasta abril de 2009, las instituciones especiales para prestar servicios financieros profesionales a las PYMES del Banco Industrial y Comercial de China habían llegado 569, y en las sucursales secundarias de este banco, las instituciones de administración de servicios financieros para las PYMES, que tienen funciones de la I + D de productos, autorización y aprobación, control de riesgos, habían llegado 326. Así, el Banco Industrial y Comercial de China había sido el banco comercial con más instituciones especiales para las PYMES y más extensión geográfica en China. Además de las instituciones especiales para prestar servicios financieros a las PYMES en los bancos comerciales, también pueden alentar algunas instituciones de intermediarios, tales como empresas de seguridad, las compañías de calificación crediticia y los consultores de gestión de inversiones, etc., a ayudar a las pequeñas empresas para conseguir los servicios bancarios.

### 3. La diversificación de productos financieros de financiación

En el primero, las formas de créditos bancarios para las PYMES deben experimentar un gran progreso. Los bancos comerciales pueden conseguir este progreso a través de las expansiones del crédito integrado, los préstamos de comprador, la financiación por bonos al descuento, la financiación por cuentas a cobrar, etc. Al mismo tiempo, el gobierno debe permitir a las PYMES tomar los bienes muebles, los impuestos deducidos por exportación y los activos personales como garantías para la ampliación de las fuentes de financiación.

En el segundo, se deben mejorar el servicio de los bancos comerciales para la financiación de las PYMES. Los bancos comerciales deben prestar a las PYMES nuevos servicios financieros como la aceptación, el descuento por pago en efectivo, la transferencia, la gestión financiera y los servicios de información, que tienen relación estrecha con las actividades de negocio y financiación de las PYMES. Además, los bancos deben establecer razonablemente los índices de control de los préstamos malos de las PYMES para cancelarlo a tiempo después de la verificación legal. Al mismo tiempo, los bancos deben amplificar las funciones de la financiación directa, la financiación indirecta, la alternativa de riesgo, los apoyos de impuestos, etc. para ampliar los canales de financiación de las PYMES.

### 4. La diversificación de las instituciones de la garantía de financiación

Para esta diversificación, deben establecer dos tipos de compañías de garantía: la compañía de garantía política y la compañía de garantía comercial. En los negocios, la compañía de garantía política debe tomar la garantía de financiación de las PYMES como tarea principal, utilizando capitales limitados para surtir las garantías de préstamo tanto como sea posible a las PYMES. Sin embargo, las compañías de garantía comercial, en el negocio, pueden ser más flexibles, y su objeto no es necesariamente sólo las PYMES, sino también incluye las grandes empresas. En el ámbito de los negocios, además de la garantía de financiación, también se puede extender los negocios a las garantías de no financiación como las garantías de implementación de los proyectos, etc. La garantía de crédito puede amplificar su función insustituible como palanca, ampliación, servicio, en la mitigación de la dificultad de financiación de las PYMES. Por eso, se debe acelerar la construcción de las instituciones de garantía comercial promoviendo el crecimiento rápido de las PYMES en China.

5. La diversificación de los canales de devolución de financiación

Deben alentar que los bancos y las instituciones financieras innoven las formas de devolución resolviendo la dificultad de financiación de las PYMES. Después de dar préstamos, las instituciones relacionadas deben fortalecer la vigilancia de la utilización de los fondos del préstamo y seguir el flujo de los capitales de préstamos a las PYMES para prevenir la expansión a ciegas y malversación de fondos.

6. La diversificación de las normas de acceso a la financiación

Deben adoptar las normas más flexibles y abiertos de acceso a la financiación empresarial según diferentes regiones, diversos departamentos y escalas empresariales para crear un ambiente justo de financiación y aumentar el apoyo a las PYMES reduciendo el umbral de financiación de las PYMES. Las normas de acceso a financiación pueden ser relajadas o restrictas según el ciclo de crecimiento empresarial. Para las nuevas empresas que están en el proceso de crecimiento, pueden reducir las normas de acceso de financiación. Para las empresas que están en la época de recesión, los bancos pueden aumentar adecuadamente las normas de acceso de financiación.

7. La diversificación de los precios de instrumentos de financiación

Podemos establecer exclusivamente los intereses de préstamos para las PYMES con la condición de que el control del interés es estricto y con los principios de comercialización y de ajuste de mercado para flexibilizar el mecanismo de evaluación de interés sobre las PYMES. Al mismo tiempo,

sobre la base de aplicación del tipo de interés, para las empresas que tienen garantía de cobertura de riesgos, pueden aplicar interés preferencial reduciendo o anulando los costes de garantía para las PYMES y ofreciendo nuevas oportunidades de desarrollo a diversas PYMES.

#### 8. La diversificación de los intermediarios de servicios de financiación

Para resolver el problema de financiación de las PYMES, es muy importante establecer un servicio intermediario efectivo. En primer lugar, se deben establecer una serie de órganos consultivos con la asistencia del gobierno para evitar la mala gestión de las PYMES y las debilidades de gestión financiera, haciendo que las PYMES puedan conseguir la confianza y apoyo de los bancos. En segundo lugar, utilizan algunos políticos necesarios para apoyar algunas instituciones de garantía haciendo que ellas estén adaptadas a las condiciones de los préstamos de crédito para servir bien las PYMES. Por último, establecen las instituciones independientes de evaluación de crédito y de proyecto, que se operan como una empresa con base de ajuste de mercado, para que estas instituciones puedan ser jueces justos y razonables en las evaluaciones de las finanzas, los créditos, los rendimientos y las perspectivas de las PYMES con el fin de resolver la asimetría de información entre los bancos y las PYMES y hacer que ellas puedan conseguir más préstamos bancarios.

#### 9. La diversificación de los medios de regulación de financiación

Para mejorar generalmente la situación de financiación de las PYMES en China, sólo los esfuerzos de las instituciones financieras y crediticias no son suficientes y se necesita de apoyos fuertes del gobierno. El Gobierno debe tratar a los sujetos económicos por igual y establecer el sistema de servicios sociales para dirigir y coordinar los trabajos de servicio. El enfoque específico es el siguiente:

En primero lugar, cambiar la política de favores excesivos a las empresas grandes en apoyo a las PYMES para aumentar la competitividad de las empresas de China.

En segundo lugar, reducir los procedimientos y los segmentos de examen y aprobación de administración y establecer el sistema de servicio social para las PYMES, creando un buen ambiente para estas empresas.

En tercer lugar, establecer una serie de políticas preferenciales. El gobierno debe intervenir directamente en las actividades de financiación de las PYMES, resolviendo el problema de la financiación de las PYMES.

En cuarto lugar, deber mejorar y controlar el sistema de seguridad social para reducir la carga y la presión social de las PYMES.

Con todo, deben innovar y reformar continuamente en las formas de financiación de las PYMES, desarrollando los modelos de financiación diversificada para mejorar las dificultades de financiación actuales de las PYMES y garantizar que las PYMES puedan realizar el desarrollo sostenible.

# BIBLIOGRAFÍA

1. Àngel, J.P. y Eugenio, V.S. 2001: *"Principios de gestión financiera de la empresa"* Ed. Alianza Editorial, S.A. Madrid
2. Berglof, E.; Masahiko, A. y Qianying, Y., 1995: *"La Estructura de Gobierno Corporativo en la Economías en transición: La Teoría y sus Implicaciones de política."* en *"La Estructura de Gobierno Corporativo en la Economías en transición"* Ed. China Economic Press Beijing.
3. Brealey, R. y Myers, S. 1998: *"Fundamentos de financiación empresarial"* Ed. McGraw Hill, Madrid.
4. Conde, G. J. 1990: *"La financiación en la empresa"* Ed. Ediciones Penthalon, S.A. España.
5. Fernando, G.B. Jose, A.M. Javier, S.B. 2003: *"Inversión y financiación empresarial ( selección Temática de lecturas ) "* Ed. Spri, S.A.
6. José, C.F. 2005: *"Fundamentos y Aplicaciones de la gestión financiera de la empresa"* Ed. Pirámide, Madrid.
7. Jun, C., 2007: *" El análisis comparativo de las estructuras de financiación entre las empresas chinas y extranjeras"* Modernización del mercado comercial No. 1.
8. Jun, Y., 2003: *"Finanzas de la empresa"* Ed. Ciencia Económica, Beijing
9. Li Xiang, C.; Cheng Chung, Y. y Jianxin, Z., 2011: *"La investigación empírica de la estructura y el coste de financiación de las sociedades cotizadas chinas"* Economic Review, No. 11
10. Liugang, Z., 2010: *"El análisis de los problemas del desarrollo económico y la optimización estructural de financiación empresarial"* Datos de Instituto Nacional de Desarrollo y Reforma y Universidad Central de Finanzas.
11. Manuel, G.P. 2009: *"Financiera I"* Datos del Departamento de Finanzas Empresariales de la Facultad de Economía de la Universidad de Valencia.
12. Matilde, F.B. 1998: *" Dirección financiera de la empresa"*. Ed. Editorial Pirámide.
13. Masahiko, A. y Ding, K., 1997: *"El sistema de financiación basado en las relaciones y su viabilidad en la competencia"*, en *"Sistemas Económicos y Sociales"*. Ed. China Financial Publishing House, Beijing.
14. Miguel, A. S. y Millán, M.F., 2009: *"Préstamo y crédito bancario"*, Datos de departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valladolid.
15. Moerland, D. W., 1995: *"A lternative Disciplinary Mechanism sin Different Corporate Systems."* Journal of Industrial and Organization.
16. Puértolas, F. y Ruiz, S., 2013: *"Gestión financiera de la empresa una visión práctica"* Ed. Delta, Madrid.
17. Rafael, T. 1998: *"Inversión y coste de capital manual de finanzas"* Ed. McGRAW HILL interamericana de España.
18. Richard, A.B. y Stewart, C.M., 2006: *"Pincipios de finanzas corporativas"* Ed. McGraw-Hill / Interamericana de España, Madrid.
19. Rivera, J.A., 2002: *"Teoría Sobre la Estructura de Capital"* Estudios Gerenciales



Uniersidad ICESI Colombia.

20. Rui, Z., 2000: *"El sistema de financiación corporative y la estructura de gobierno corporativo"* Economic Review, No. 6.
21. Ruliang, W. y Chunfeng, Z., 2010: *" Las cuestiones jurídicas de la garantía de financiación de las PYMES y La innovación del sistema de China"* La revista de economía colectivo No. 4.
22. Salvador, D.O. 1994: *"Introducción a las finanzas empresariales"* Universidad de Sevilla No.4 edición
23. Sanchez, M.A. 2009: "Préstamo y crédito bancario" Pagina web de Banco de España.
24. Stone, A.D. 1921: *"The Financial Policy of Corporations"* Ed. The Ronald Press Company. Clifonia.
25. Suárez, A.S. 2003: *"Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa"* Ed. Piramide. España.
26. Weston, J. F. y Brigham, E. F., 2003: *"Fundamentos de Administración Financiera"* Ed. Business & Economics, Madrid.
27. Xunlei, X. Chunjie, L. 2011: *"Paradoja del aumento de la proporción de financiación directa en China"* La información de Guotai Juna securities.
28. Zhang, C. 2008 *" Finanzas corporativas"* Prensa de la Universidad popular Beijing
29. Zhihu, W., 2010: *"Análisis de la balanza de los costes de financiación y de la elección de la estructura de financiación en China"* Datos de la Universidad de Chongqing China.
30. Zongxin, Z. 2003: *" La investigación de la innovación del sistema de financiación de China,"* Ed. China Financial Publishing House, Beijing.